



GİRİŞİM SERMAYESİ: TÜRKİYE İÇİN ÇIKARIMLAR VE ÖNERİLER



GİRİŞİM SERMAYESİ: TÜRKİYE İÇİN ÇIKARIMLAR VE ÖNERİLER

Ankara, 2012

©TTGV, 2012

“...Efendiler, bugün artık milli pazar yoktur. Çünkü beynelmilel hayata kapılmış bir milletin mübadele esasına istinat etmesi lazımdır. Bunun böyle olması da milli servet noktai nazarından çok doğrudur...”

Alaettin Bey’in konuşmasından, 1930 Sanayi Kongresi Zabıtları

“...Garpte halkın yüzde yüzü iktisadi işlerde anlayış gösteremez. Fakat onlar bu vaziyete çareler bulmuşlardır. Biz de aynı çareleri tatbik edebiliriz.

Çarelerin en mühimmi (Investment Trust) adı verilen (sermaye şirketleri) dir. Adetleri gittikçe artan bu nevi mutavassıt şirketlerin maksadı anonim şirketlerdeki tehlikeyi asgariye indirmektir...

Sanayiden anlayan bir halk, bir çok şirketlerin adeta hulasası olan tek bir şirketin esham ve tahvilatını alır. Bu surette bilmediği ve kendisi için takibi güç olan sanayi alemine pekala iştirak etmiş bulunur. Mutavassıt sermaye şirketlerinde şart bunların başında mutlaka halkça iyi tanılan, çok itimat edilen kimselerin bulunmasıdır...”

1930 Sanayi Kongresi Dr. Mizamettin Ali’nin Sanayi Siyaseti Raporu’ndan.



Sn. Başbakanımız ve hükümetimizin ekonomi politikalarında önceliği ülkemiz insanını, üreticisini, ihracatçısını katma değeri yüksek, nitelikli ürünlerin üretildiği gelişmiş ekonomiler seviyesine taşımaktır. 2023 ve gelecek için iddialı hedeflerimiz bulunmaktadır. Bu hedeflere ulaşmada en büyük kaynağımız ise insan gücümüzdür.

Türkiye’de birçok sektörün ve özellikle “erken aşama girişimlerin” gerekli finansmana ulaşmakta zorluklar yaşadığını, firmalarını uluslararası ölçeğe ulaştırabilecek vizyona sahip profesyonel ekiplerle çalışmadıklarını görüyoruz. Türkiye’de küçük ölçekte faaliyet gösteren işletmelerin, ihracat odaklı büyümesi önünde üç temel sıkıntı bulunmaktadır: Yurtdışı pazarlar hakkında yeterince bilgi sahibi olunmaması, finansmana erişim, hukuki ve mali durumlar ile idari konulara vakıf yeterli uzman ekibe sahip olunmamasıdır.

Bu nedenle yüksek büyüme potansiyeli içeren teknoloji firmalarının istenen başarıyı sağlayabilmesi için “girişim sermayesi” aracının yaygınlaşabileceği girişim ekosistemini geliştirmek, ihracatımızın %60’ını gerçekleştiren KOBİ’lere yönelik daha fazla kaynak yaratılması açısından önemlidir.

Girişim sermayesinin firmalara sağladığı finansman desteği bir yana bence ülkemiz ekonomisine daha fazla katma değer artışı sağlayacağı kısmı, sunulan profesyonel danışmanlık hizmeti ile birlikte firmaya ortak olunmasıdır. Bu nedenle, Girişim Sermayesi fonlarının asıl yarattıkları katma değer, ortak oldukları girişimcilerle tecrübelerini paylaşmaları olduğuna inanıyorum.

Bu noktada Girişim Sermayesi firmaları tarafından desteklenen ihracatçı firmaların, Türkiye ihracatı açısından öneminin ortaya konulması amacıyla yapılmış olan çalışmanın analitik sonuçlarının sizlerle paylaşarak, tartışmaya açılmasının önemli bir başlangıç olacağına inanıyorum.

Ekonomi Bakanlığı ve TTGV işbirliğinde hazırlanan çalışma; küresel arenada rekabet edebilecek, hızlı büyüme ve nitelikli istihdam yaratma potansiyeli olan girişimlerin öncelikli ihtiyaçlarına katkıda bulunabilecek, özel sektör ve kamu işbirliğine dayalı kurumsal bir altyapının getireceği faydaları ortaya koymak amacıyla hazırlanmıştır.

Bu çalışmada, başarılı model ve ülke örneklerine referans verilerek, 2007 yılından itibaren ülkemizde faaliyette bulunan girişim sermayesi firmalarının ihracatımızın niteliğine yaptıkları katkı ortaya konmuştur. Diğer ülkelerde uygulanan fon yapılarının incelenmesi, Türkiye’de oluşturulacak ekosistemin tasarlanmasında önemli bir yol gösterici olacaktır. Ancak, diğer ülkelerde yaşanan tecrübelerin; bulunduğu ülkenin kendi kısıt ve fırsatlarının yanı sıra kendine özgü iş kültürlerinin de bir sonucu olduğunu unutmamalıyız. Bu kapsamda, diğer ülke modellerini ele alırken itinalı davranmamız ve kendi sorunlarımızı ortaya koyarken önceliklerimizi doğru tespit etmemiz gerektiğini düşünüyorum.

Çalışmanın, kamu-özel sektör ortaklığında geliştirilecek insiyatiflere yol gösterici olması dileğiyle...

Zafer ÇAĞLAYAN

T.C. Ekonomi Bakanı

Bu raporun hazırlanmasında büyük katkıları olan Sayın Prof. Dr. Ümit ÖZLALE'ye,

Bu raporun oluşturulmasında değerli fikir ve görüşleri ile çalışmaya yön veren T.C. Ekonomi Bakanı Sayın Zafer ÇAĞLAYAN'ın başkanlığında 5 Ocak 2012'de İstanbul'da yapılan toplantının tüm değerli katılımcılarına,

En derin teşekkürlerimizi sunarız...

İÇİNDEKİLER

1.	GİRİŞ	1
2.	GİRİŞİM SERMAYESİ: HEDEF, KAPSAM VE KAMUNUN ROLÜ	3
2.1.	Politika İhtiyaç ve Hedefleri	3
2.2.	Girişim Sermayesi: Tarihçe ve Tanımlar	6
2.3.	Girişim Sermayesi: Uluslararası Gösterge ve Eğilimler	13
2.4.	Girişim Sermayesi: Modeller, Uygulamalar ve Araçlar	20
2.5.	Girişim Sermayesi Modellerinde Kamunun Rolü	32
2.5.1.	Girişim Sermayesi Kamu Destek Modellerin Başarı Unsurları	34
2.5.2.	Kamu Kaynağının Girişim Sermayesi Sektörüne Etkisi	37
2.6.	Kamu Kaynaklı Girişim Sermayesi Uygulamaları: Ülke Örnekleri	38
3.	TÜRKİYE İÇİN GİRİŞİM SERMAYESİ DESTEKLEME PROGRAMI ÖNERİSİ	61
4.	GİRİŞİM SERMAYESİNİN FIRMA ETKİNLİĞİ VE İHRACAT ÜZERİNDEKİ ETKİSİ	69
4.1.	Girişim Sermayesinin Firma Etkinliği Üzerindeki Etkileri	69
4.2.	Girişim Sermayesi Şirketlerinin İhracata Etkileri	70
4.2.1.	Girişim Sermayesi Kullanan Firmaların İhracat Performansı	72
4.2.2.	Girişim Sermayesi Kullanan Firmaların İhracat Yoğunluğu	73
5.	GİRİŞİM SERMAYESİ VE TÜRKİYE EKONOMİSİ	75
5.1.	Genel Görünüm	75
5.2.	Sektörel Görünüm	76
5.3.	Coğrafi görünüm	79
5.4.	Teknolojik Görünüm	80
5.5.	Sofistikasyon Analizi	81
5.6.	İstatistiksel Analiz	85
5.7.	Yaşam Döngüsü Analizi	88
5.8.	Genel Değerlendirme	89
6.	TÜRKİYE'NİN İHRACATINDA GİRİŞİM VE RİSK SERMAYESİNİN ÖNEMİ	93
6.1.	Türkiye'nin İhracatı Açısından Girişim Sermayesinin Önemi	93
6.2.	Türkiye'de Girişim Sermayesi Destekli Firmaların İhracat Profili	95
6.3.	Türkiye'de Girişim Sermaye Destekli Firmaların İhracat Performansı	99
7.	DEĞERLENDİRME	105
8.	KISALTMALAR	107

ŞEKİLLER

Şekil 1 - AB Ülkelerinde Erken ve Büyüme Aşamaları İçin Girişim Sermayesi Yatırımları	1
Şekil 2 - Fransa'da Girişim Sermayesi'ne Yönelik Program ve Destekler	3
Şekil 3 - Küresel GSMH Ağırlık Merkezi'ndeki Hareketler ve Yeni Girişim Eksenleri	4
Şekil 4 - Türkiye'nin Girişim Sermayesi Pazarının Karşılaştırması	5
Şekil 5 - Girişim Sermayesi Fonu Yapısı	7
Şekil 6 - Girişim Sermayesi Nakit Akışı	8
Şekil 7 - Girişim Sermayesi Fonu Nakit Akışı ve "J-Eğrisi"	9
Şekil 8 - Girişim Sermayesi ve "Ölüm Vadisi"	10
Şekil 9 - Girişim Sermayesi Farklı Aşamalar İçin Risk ve Getiri Beklentileri	11
Şekil 10 - ABD Girişim Sermayesi Fonları 10 Yıllık Net Getirisinin Alternatiflerle Karşılaştırması	13
Şekil 11 - Girişim Sermayesi Fonu Kuruluş Yılına Göre Yatırımcılara Net IRR Getiri	14
Şekil 12 - İngiltere'de Girişim Sermayesi Yatırımcılarının Gruplara Göre Dağılımı	15
Şekil 13 - Halka Arz İmkanlarının Girişim Sermayesinin Başarısına Etkisi	16
Şekil 14 - ABD'de Erken ve Büyüme Aşamaları Girişim Sermayesi Yatırım Çıkışları (Sayı ve Miktarlar)..	17
Şekil 15 - Girişim Sermayesinin Temiz Enerji ve Teknolojiye Destek ve İlgisi Artmaktadır	19
Şekil 16 - Eş Yatırım Fonu Modeli	21
Şekil 17 - Fonların Fonu Modeli	22
Şekil 18 - Kore'de Girişim Sermayesi Sektörü Gelişiminde Kamu Rolü'nün Gelişimi	26
Şekil 19 - G. Kore Girişim Sermayesi Yatırımcı Profiline Değişim	28
Şekil 20 - Girişim Sermayesi Geliştirme Programı	34
Şekil 21 - Yozma Fonlarının Yeni Fon Sağlama Performansları	45
Şekil 22 - İsrail Erken Aşama Girişim Sermayesi Pazarı Dinamikleri	46
Şekil 23 - NZVIF'in Yeni Zelanda Girişim Sermayesi Pazarı'ndaki Etkisi	48
Şekil 24 - NEOTEC Fonların Fonu Yapısı	50
Şekil 25 - Fransa Girişim Sermayesi Pazarı	51
Şekil 26 - Fransız Girişim Sermayesi Pazarı Yatırımcı Profili	52
Şekil 27 - Fransa'da Farklı Yatırım Araçlarının Yaptığı Girişim Sermayesi Yatırımları	52
Şekil 28 - Fransa'da Uygulanan Girişim Sermayesi Garanti Destekleri	54
Şekil 29 - Garanti Desteğinden Yararlanan Girişim Sermayesi Yatırım Araçları	54
Şekil 30 - Enterprise Ireland Girişim Sermayesi Programları Yatırım Alanları	56
Şekil 31 - Scottish Enterprise Tarafından Farklı Programlar Altına Yapılan Yatırımlar ve Özel Sektör Katkıları	58
Şekil 32 - Türkiye'de Girişim Sermayesi Faaliyetleri (2011)	62
Şekil 33 - Girişim Sermayesi Fonu (GSF) Yatırım Aracı Modeli	65
Şekil 34 - Kanada Şirketleri İçin İhracatın Ciro İçindeki Payının Karşılaştırılması	71
Şekil 35 - İngiltere'de Girişim Sermayesi Destekli Firmaların Toplam Satışları İçinde İhracatın Payı	72

Şekil 36 - Erken Aşama Firmalarının Girişim Sermayesi Yatırım Yılı ve Son Yıl İhracat Oranları	74
Şekil 37 - Büyüme Aşaması Firmalarının İhracat Oranları	74
Şekil 38 - Türkiye ve Avrupa'da Girişim Sermayesi Destekli Firma Sayısı	75
Şekil 39 - Girişim Sermayesi Destekli Firma Sayısı (Kümülatif)	76
Şekil 40 - Girişim Sermayesinin Türüne Göre Desteklenen Firma Sayısı	76
Şekil 41 - Girişim Sermayesi Destekli Firmaların Sektörel Dağılımı (Yıllık)	77
Şekil 42 - Girişim Sermayesi Destekli Firmaların Sektörel Dağılımı (Kümülatif) (%)	77
Şekil 43 - US-97 Kod Sınıflamasına Göre Girişim Sermayesi Destekli Firmalar	78
Şekil 44 - İller Bazında Girişim Sermayeli Firma Sayısı	79
Şekil 45 - Girişim Sermayesi Destekli Firma Haritası	79
Şekil 46 - Girişim Sermayeli Firmaların Yıllar İtibariyle Coğrafi Yoğunlaşması	80
Şekil 47 - Girişim Sermayesi Destekli Firmaların Teknolojik Yapısı	80
Şekil 48 - Girişim Sermayesi Destekli Firmaların İhracatının Teknolojik Yapısı	81
Şekil 49 - Girişim Sermayesi Destekli Firmaların Sofistikasyonları	84
Şekil 50 - 1980 Sonrasında Kurulan Girişim Sermayeli Firmaların Sofistikasyon Değerleri	84
Şekil 51 - Girişim Sermayeli Firmaların İlk Girişim Sermayesi Aldıkları Yıl	88
Şekil 52 - Girişim Sermayeli Firmaların İlk Yerli Girişim Sermayesi Aldıkları Yıl	89
Şekil 53 - Girişim Sermayesi Alan Firmaların Destek Aldıkları Tarihteki Yaşları	89
Şekil 54 - Leamer Sınıflandırması Kullanılarak Türkiye İhracatı: 1995	94
Şekil 55 - Leamer Sınıflandırması Kullanılarak Türkiye İhracatı: 2009	94
Şekil 56 - Türkiye İhracatının Teknolojik Yoğunluğu	95
Şekil 57 - Girişim Sermayesi Destekli İmalatçıların İhracat Profili	96
Şekil 58 - İhracat Yapan ve Yapmayan Girişim Sermayesi Destekli Firma Sayısı	96
Şekil 59 - Girişim Sermayesi Destekli Firmaların Toplam İhracatı (1998-2010, ABD Doları)	97
Şekil 60 - İhracatın Firmalar Bazında Yüzde Dağılımı (1998-2010)	98
Şekil 61 - İhracatın Firmalar Bazında Yüzde Dağılımı (En Büyük Dış Ticaret Firması Dışında Bırakıldığında)	98
Şekil 62 - İhracat Destinasyonlarının Firma Bazında % Dağılımı (1998-2010)	99
Şekil 63 - Girişim Sermayesi Destekli Firmaların İhracatı ve Toplam İhracat	100
Şekil 64 - Girişim Sermayesi Sonrasında Firmaların İhracatlarındaki Değişim (%)	100
Şekil 65 - Girişim Sermayesi Sonrası İhracat Artış Oranı (%)	101
Şekil 66 - Kuruluş ve Girişim Sermayesi Aldıkları Yıllara Göre Şirketlerin İhracatları	101
Şekil 67 - Girişim Sermayesi Sonrasında İhracat Artış Oranları	102
Şekil 68 - Girişim Sermayesi Destekli Firmaların Toplam Yıllık Ortalama İhracatları (ABD Doları)	103

TABLULAR

Tablo 1 - Amerika'da Tipik Teknoloji Alanlarında Yatırımcı Çıkışına Kadar Nakit İhtiyacı	18
Tablo 2 - Enterprise Ireland Girişim Sermayesi Programları	55
Tablo 3 - YGSF Teşvik Modeli	66
Tablo 4 - Her 1000 \$ İçin Gerçekleştirilen Satış, İhracat ve Ar-Ge Rakamları: ABD Örneği	73
Tablo 5 - US-97 Koduna Göre Detaylı Sektörel Ayrım	78
Tablo 6 - İmalat Sanayindeki Firmaların Sektörleri ve Sofistikasyon Değerleri	82
Tablo 7 - Girişim Sermayesi Yatırımı Aldıktan Sonra İhracat Paylarını Arttıran Şirketlerin Faaliyet Gösterdikleri Sektörler	86
Tablo 8 - Girişim Destekli Firmaların İhracat Payını Arttırdıkları Sektörlerin Sofistikasyon Analizi	87
Tablo 9 - Girişim Sermayesi Destekli Firmaların İhracat Miktarı	97

Yerel Bir Güçten Küresel Bir Marka Yaratmak

Türkiye’de yalıtım sektörüne ürün ve yenilikleriyle yön veren ODE Yalıtım, 2004’ten itibaren yerli ve yabancı girişim sermayesi fonları tarafından yakından takip ediliyordu. Hassasiyetle yaptığımız değerlendirmeler sonucunda güçlü bir küresel marka yaratmak üzere İş Girişim A.Ş. ile el sıkıştık.

Hedefimize ulaşabilmek için güçlü bir sermaye yapısının oluşturulması, şirketin daha kurumsal ve şeffaf mali altyapısının oluşturulması gibi nedenlerin yanı sıra farklı bir bakış açısına olan ihtiyaç, İş Girişim A.Ş. ile işbirliği yapmamızdaki önemli etmenler oldu.

2007 yılında sermaye desteğiyle ortak aldığımız İş Girişim A.Ş.’nin desteğini her zaman yanımızda hissettik. Daha hızlı büyüme için gereken kurumsal ve mali altyapının oluşturulmasında, bize, farklı bir bakış açısıyla yön gösterdiler.

Bizim için önemli bir değişim yılı olan 2007’de gerçekleştirdiğimiz ortaklığın hedefi, 2012 yılıydı. ‘Global rekabet için güçlü yapılanma’ parolasıyla çıktığımız yolda 4 yılda 40 milyon dolarlık yatırıma imza attık, toplam %170 oranında büyüdük, çalışan sayımız %65 artarken ihracatımız %100 yükseldi ve ihracat yaptığımız ülke sayısı 50’ye çıktı. Türkiye yalıtım pazarında, yerli sermaye olarak sektörün en fazla ciro gerçekleştiren ve aynı zamanda en fazla yatırım yapan şirketi olduk.

2012 yılı itibarıyla da İş Girişim A.Ş.’ye hedeflerimize ulaşmamız için verdikleri büyük katkı için teşekkür ederek, yolumuza devam etme kararı aldık. Şimdiki hedefimiz, büyümemizi sürdürülebilir kılmak ve global pazardan aldığımız payı daha da artırmak...

Çeyrek asırlık bir geçmişe sahip olan ODE, her zaman yatırımlar ve yeniliklerle adını duyurmayı başardı. Bizi rakiplerimizden ayıran en önemli özelliğimiz, ilklere imza atmamız ve hızlı karar alabilen bir firma olmamızdır. Dünyadaki gelişmeleri ve yalıtımdaki trendleri yakından takip etmemiz neticesinde bugüne kadar pek çok ilke imza attık. ODE, Türkiye’de ilk kez kauçuk köpüğü yalıtım malzemesi üretimi gerçekleştiren firma oldu. Starflex üretim tesisiyle yalıtım sektöründe tek seferde 40 milyon dolar bütçeli bir üretim tesisi kuran ilk firma da yine ODE’dir. 2008 yılında aldığımız ‘Ernst & Young Yılın Girişimcisi Ödülü’ ve yalıtım sektöründe ‘Turquality’ kapsamına giren ilk firma olmamız da ODE açısından ayrı birer gurur vesilesidir.

İş Girişim A.Ş. ile ortaklığımız süresince sektördeki dönüşümü izlemekle kalmadık, bu dönüşümü kısmen de olsa yönlendirdik. Bu süreçte yalıtım konusunda artan bilinç ve farkındalık da ODE’nin ve sektörün gelişmesine katkıda bulundu.

Bugün, küresel bir oyuncu olmak hedefine doğru emin adımlarla ilerlerken; çalışmalarımıza yeni bir ivme kazandırmak, verimliliğimizi artırmak üzere organizasyonumuzu yeniden yapılandırma kararı verdik. Bu yeni yapılanmayla ODE, çok daha iddialı hedeflerle yeni bir başlangıç yapacaktır.

ODE yeni dönemde kalıcı dağıtım kanalları kurarak ihracattaki istikrarını sürdürürken, pazarlarına yenilerini ekleyecektir. İç pazarda ise satış dağıtım kanallarını kasabalara kadar indirmek, en öncelikli hedefimizdir.

Orhan TURAN

ODE Yalıtım A.Ş. Yönetim Kurulu Başkanı

YÖNETİCİ ÖZETİ

1. Ülkeler için küresel rekabetçilik ve sürdürülebilir büyümenin sağlanması büyük ölçüde değişen koşullara uyum sağlayabilen dinamik bir ekonomik dönüşüm yeteneğine bağlıdır. Serbest piyasa ekonomilerinde ise ekonomik dönüşümün lokomotif, doğru teşvik edilen her düzeydeki girişimcilik faaliyetleridir. Yeni bir şirket kurmak kadar, faaliyette olan bir şirketi yeni pazarlar ve yeni ürünler ile büyütmek, büyük hedefleri olan yeni yatırımlara yönlendirmek gelişmiş bir girişimci motivasyonun işaretleridir. Böylesi girişimci ortamlarda ekonomiler kendilerini yüksek katma değer sağlayan yeni sektörler ile yenilemeyi başarabilir.

Son yıllarda, girişimcilik politikasına dair tartışmalarda kaliteli finansmana erişim konusu önemli bir gündem tutmaktadır. Çoğu zaman kamu programları üzerinden finansmana kolay erişimin sağlanması, kalite anlamındaki öncelikli hedef olarak algılanmaktadır. Ancak, kamu kaynaklarının rasyonel ve etkin kullanımı, pazarın aklının karar süreçleri ile ilişkilendirilmesini ve desteğin doğru ihtiyaç sahiplerine ulaştırılmasında birim destek başına sağlanan kaynağın ötesinde ilave değer yaratılmasını gerekli kılmaktadır.

Pek çok girişim için yönlendirme, kapsamlı bir ekosisteme erişim, iş bilgisi aktarımı gibi nakdi olmayan katkı bu anlamda sağlanan finansman desteğinin etkisini pekiştirmekte, finansmanın kalitesinde belirleyici olmaktadır. Girişim sermayesi, klasik araçların (destek kuruluşları, bankalar) alternatifi kaliteli finansmanı, girişimci firmalar ile biraraya getiren bir aracı modeli temsil etmektedir.

Halen orta düzey gelir seviyesinde başarılı bir verimliliğe dayalı ekonomi olan Türkiye'nin hızlı sürdürülebilir büyüme ihtiyacı ancak çok yakın bir gelecekte yenilikçiliğe dayalı bir ekonomiye dönüşümü ile karşılanabilir. Ciddi hedefleri ve iddiaları olan küresel düzeyde girişimciliğin desteklenmesi bu dönüşüme önemli bir katkı sunacaktır.

2. Öte yandan, Türkiye için 2023 yılı ihracat hedefi olarak belirlenmiş olan \$500 milyar, 2011 – 2023 yılları arasında Türkiye'nin ihracatının 3,75 kat artmasını öngörmektedir. Türkiye'nin son 10 yıl içerisinde ihracatta sağladığı sürekli artış, bu hedefin ulaşılabilir bir hedef olduğu tezini güçlendirmektedir. Bununla beraber, Türkiye'nin rekabetçi olduğu teknoloji gruplarında gittikçe artan ve yaygınlaşan rekabet, özellikle bu anlamda daha belirgin fırsatların olabileceği yüksek teknoloji içeren sektörlerde Türkiye'nin ihracat performansını güçlendirmesini acil bir ihtiyaç olarak ortaya koymaktadır. Bu anlamda, 2010 yılı için⁰¹ imalat sektörü ihracatının sadece %2'si düzeyinde olan yüksek teknoloji sektörlerindeki ihracatı payı, Türkiye'nin önümüzdeki dönemde küresel pazarlarda rekabet etmek zorunda kalacağı pek çok ülkeye⁰² göre düşük bir düzeydedir.

2023 yılı \$500 milyar hedefinin gerçekleşebilmesi için yüksek teknolojinin imalat sektöründeki payının %5 - %10 aralığına yükselmesinin şart olduğu varsayımı ile, Türkiye'nin yüksek teknoloji ihracatının 11 yıl gibi bir sürede 9 ila 18 kat arasında artarak yıllık \$25 - \$50 milyar bandına ulaşması gerekecektir. Yüksek teknolojinin pazara ulaşması sürecinde karmaşık ve teknik olmayan yenilikçilik ve yaratıcılığı da kapsayan bir katma değer zincirinin hayata geçirilmesi kritik öneme

01 Dünya Bankası, 2010.

02 Bu oran G. Afrika için %4, İspanya için %6, Polonya için %7, Brezilya için %11 ve Meksika için %17'dir.

sahiptir. Bununla beraber, mevcut ihracat performansımızın tek haneli katma değerler yarattığı da dikkate alınırsa, yıllık \$20 - \$40 milyar ihracat yapacak yeni sektörlerin oluşumunda ihtiyaç duyulacak kapsamlı ilave kaynağı sağlamak üzere yenilikçi ve pazar etkin finansman modellerinin kritik önemi de açıktır. Kapsamlı bir girişim sermayesi sektörü böylesi bir finansman modelini öngörmektedir.

Bir girişim sermayesi sektörünün gelişmesinde esas belirleyici unsur, yetkin ve istekli yatırımcıların varlığıdır. Yatırımcıların tercihlerini belirleyen temel unsur ise algıdır. Halen hızla doğuya kayan küresel servetin ağırlık merkezinin Türkiye'nin güneyinde olması Türkiye'ye yönelik "batıyı doğuya bağlayan" köprü ülke algısını güçlendirmektedir. Ancak bu durum Türkiye için sınırlı bir pencereyi öngörmektedir. Türkiye'nin "batının doğu kapısı" veya "doğunun batı kapısı" olarak bu algıyı geleceğe yönelik yönetmesinin önemi açıktır. Bu hedefe yönelik belirleyici bir eğilim ise, girişimcilik ve yenilik kapasitesine yönelik küresel algıyı belirleyen izafi bir eksenin gittikçe belirginleşmesidir. Bu süreçte Birleşik Arap Emirlikleri'nin daha güçlü bir algıyı oluşturmaktaki başarısı Türkiye'ye yönelik algının daha da güçlenmesini olumsuz etkilemektedir. Bu eksende Sao Paulo ile Dubai'yi birleştiren eksenin Afrika'dan geçiyor olması özellikle Afrika pazarını son derece ilginç bir hale getirmektedir. Türkiye'nin, bu eksenin mümkün olduğunca Türkiye'ye doğru kayması için ses getirecek aktif girişimlerde bulunmasının önemi kapsamlı bir politika bütününün öncelikli bir bileşeni olarak değerlendirilmelidir.

3. Girişim sermayesinin bir politika uygulama aracı olarak önemi 1970'lerden beri yürütülen farklı araştırmalar ile belgelenmiştir. Konuyla ilgili literatür kapsamlı olarak incelendiğinde, girişim sermayesi uygulamalarının ülke ekonomilerine; **finansman arzında çeşitlilik yoluyla artış, deneyimli ve** profesyonel takımlar aracılığı ile **dünya pazarlarında** rekabet edebilecek uluslararası standartlarında **iyi yönetim uygulamalarının** yaygınlaşması ve **kaliteli istihdamda** artış sağlayarak katkıda bulunduğu tespit edilmiştir.

Çalışmada ayrıca, girişim sermayesinden yararlanan şirketlerin ihracat performansı farklı ülke örnekleri ve ampirik bulgularla ortaya konmaktadır. Kanada'da girişim sermayesi şirketleri tarafından fonlanmış firmaların satışlarının ortalama %70'i ihracata dayalıdır. Söz konusu oran, Kanada özel sektörünün genel ortalaması olan %17'nin yaklaşık 4 katı üstündedir. İki oran arasındaki önemli fark, Kanada örneğinde girişim sermayesi fonlarının ihracata dönük faaliyet gösteren firmalara odaklandıklarını net bir şekilde ortaya koymaktadır. İngiltere'de ise incelenen girişim sermayesi destekli firmaların yıllık £920 milyon civarındaki cirolarının yaklaşık üçte birinin (£ 303 milyon) ihracattan kaynaklandığı ve araştırmaya dahil olan firmaların yarısının ciro, %50 ve üstünde ihracattan kaynaklandığı saptanmaktadır. 2009 yılında İrlanda'da girişim sermayesi firmaları tarafından fonlanan şirketler €539 milyon ihracat gerçekleştirerek, toplamda %80'lik bir ihracat/ciro oranına ulaşmışlardır.

İrlanda örneğinde vurgulanması gereken bir diğer nokta, yüksek ihracat oranına sahip olduğu tespit edilen bu firmaların niteliğidir. 2008 ve 2009 yıllarında İrlanda'da girişim sermayesi tarafından fonlanan firmaların %92'si ileri teknoloji firmalarıdır. Söz konusu oran, Avrupa genelindeki %31'lik ortalamanın bir hayli üstündedir. Ayrıca, İrlanda'da firmaların ihracat durumları, girişim sermayesi yatırımdan önce ve sonraki durumlarına göre incelendiğinde erken aşama firma-

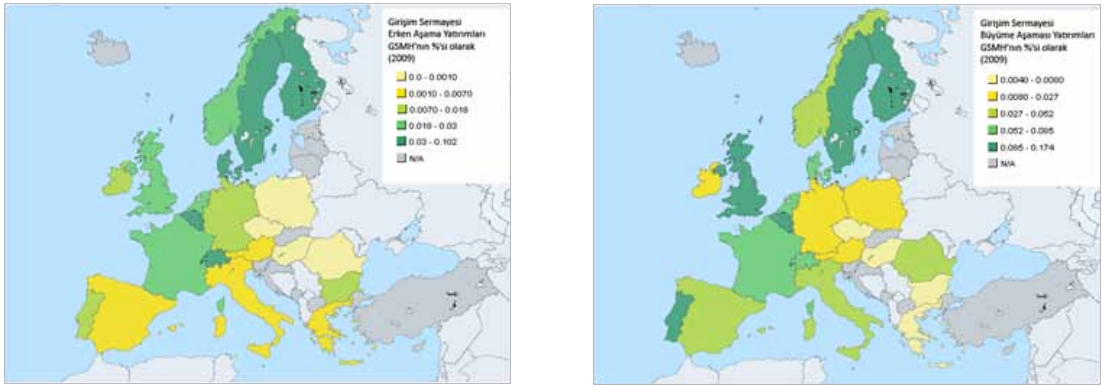
larından ihracat yapanlarının oranı %60'a, genişleme sürecindeki firmaların oranı ise %72'ye yükselmektedir. Danimarka'da girişim sermayesi fonlarından yararlanan firmaların istihdamları %20, Ar-Ge harcamaları %50 ve ihracatları da %40 artış göstermiştir. ABD'de ise, 1970 - 2000 yılları arasında girişim sermayesi fonlarından yararlanan yaklaşık 16.278 firma ile bunların dışında kalan firmaların performansları analiz edilmiştir. İhracatlarının %92, Ar-Ge harcamalarının ise %193 arttığı görülmüştür. Sonuç olarak ülke örneklerinden; girişim sermayesi fonlarının bu ülkelerde ihracat odaklı firmalara yönelim gösterdikleri, küresel düşünen ve aynı zamanda yükselen pazarlardaki fırsatları kovalayan fonların "ihracat odaklı" firmalara yatırım yapmayı tercih ettikleri anlaşılmaktadır. Girişim sermayesi fonlarının iş modelinde hızlı ölçeklenebilen firmaların tercih ve teşvik edilmesi bu firmaların ihracat eğilimini güçlendirmektedir.

4. İlk örnekleri ABD'de 1950'lerin sonundan itibaren olmak üzere, dünyanın farklı ülkelerinde girişim sermayesi sektörlerinin gelişmesini teşvik etmek ve faaliyetleri politika hedeflerine yönlendirmek üzere kamu destekli programlar yürütülmektedir. Çalışmada, dünyanın farklı ülkelerinde kamu desteği ile yürütülmekte olan farklı program ve modeller için örnekler verilmiş, tasarım ve başarı etkenleri incelenmiştir. Bu kapsamda, başarılı kamu desteklerinin ortak özellikleri şu şekilde ifade edilebilir;
 - a. Bu programlar, girişim sermayesinin tüm aktörleri ile nasıl faaliyet gösterdiğini doğru anlayan, fırsatları ile uygulama ortamını iyi yorumlayan, ihtiyaca uygun basit ve şeffaf teşvik unsurları içeren tasarımlar üzerine oluşturulmuştur,
 - b. Bu programlar, girişim sermayesi fonlarının başarı performanslarını destekleyecek nitelikte tasarlanmış farklı kamu destek programları ile koordineli olarak faaliyet göstermektedir,
 - c. Bu programlar yarattıkları kritik kütle ile sürdürülebilir bir sektörü destekleyecek farklı rolleri barındıran ekosistemlerin oluşmasını sağlayacak şekilde tasarlanmıştır,
 - d. Bu programlar kamunun oynaması gereken teşvik rolünü iyi anlayan profesyonel takımlar tarafından özel sektörün inisiyatif aldığı, rekabetçi bir ortamı destekleyecek şekilde yürütülmektedir.
5. Sektör paydaşı kuruluşların temsilcileri ile Sayın Bakan Çağlayan'ın başkanlığında 5 Ocak 2012 tarihinde yapılan değerlendirme toplantısında sektör ile ilgili bazı tespitler yapılmıştır:
 - a. Türkiye'de erken aşama ve büyüme girişim sermayesi yatırımlarına yatırım yapacak kurumsal yatırımcı profili mevcut değildir. Bu nedenle, bu aşamalarda öngörülen riskleri taşıyabilecek bankalar, sigorta şirketleri vb. kurumsal yatırımcı profilinin teşvik edilmesine ihtiyaç bulunmaktadır. Bu konuda tabi olunan düzenlemelerden istisna vb. mevzuat düzenlemeleri ve diğer dolaylı teşvikler yerli ve yabancı bu tür fonları harekete geçirmek üzere yeniden kurgulanmalıdır. Kurumsal yatırımcıların kuracakları fonların fonu yapıları ile yatırım yapmalarını teşvik edecek düzenlemeler ile bu fonların fonu yapılarına kamu fonlarının katılımını sağlayacak düzenlemeler getirilebilir.
 - b. Kurumsal yatırımcıların erken aşama yatırımlara teşvik edilmesi için ortak olunan fonlarda kar dağıtımında özel yatırımcıya öncelik veren modeller uygulanabilir.
 - c. Türkiye'de girişim sermayesi yatırımlarından çıkış konusunda ilave teşvik ve tedbirlerin alınması, bu fonlara yatırımcı ilgisinin artmasını da teşvik edecektir.

- d. Türkiye’de özellikle genç firmaların büyümesinin önündeki doğrudan ve dolaylı engeller tespit edilmeli ve bu tür firmalar için daha olumlu bir girişimcilik ortamının yaratılması desteklenmelidir. Bu kapsamda kamu programlarının amacı, kurulan girişimlerin büyümesini desteklemek olarak tasarlanmalıdır.
- e. Erken aşama ve girişim sermayesi fonlarını kurup yönetebilecek profesyonellerin ilk fonlarını oluşturmaları sürecinde desteklenmesine ihtiyaç bulunmaktadır.
- f. Bu anlamda, bu profesyonel takımları destekleyebilecek şirket fonlarının kurulması ülkemizde teşvik edilmelidir. Dolaylı vergi teşvikleri ve bu şirketlerin kuracağı fonlara kamu fonları ile yatırımcı olmak politika önceliği olarak değerlendirilebilir.

1. GİRİŞ

Yüksek risk içeren bir girişimin finansmanının, yatırımın öngördüğü riski değerlendirmeye ve taşımaya yetkin özel sermaye tarafından sağlanması, geçmiş uzun yıllara dayanan bir uygulamadır.⁰³ Bir istisna olarak Kolomb'un Amerika'yı keşfi belki de tarihin en karlı girişim sermayesi⁰⁴ yatırımlarından birisi olarak nitelendirilse de, girişim sermayesinin özellikle yüksek yenilikçi KOBİ'lerin kaliteli finansmana erişiminin sağlanmasında yaygın ve sistemik bir politika uygulama aracı olarak desteklenmesi son yıllarda önemli bir gündem oluşturmaktadır. Avrupa Birliği'nin 2013 sonrası yenilik politikalarının çerçevesini belirlemek üzere hazırlanan "Europe 2020"⁰⁵ ve "Innovation Union"⁰⁶ girişimleri Avrupa Birliği çapında girişim sermayesinin gelişmesinin önündeki engellerin giderilmesi ve girişim sermayesi sektörünün desteklenmesini bir politika önceliği olarak ifade etmektedir. (Şekil 1)



Şekil 1 – AB Ülkelerinde Erken ve Büyüme Aşamaları İçin Girişim Sermayesi Yatırımları ⁰⁷

Orta-yüksek ve yüksek teknoloji alanlarda uluslararası pazarlarda yeni katma değer yaratmak Türkiye için son dönemde bir politika önceliği haline gelmiştir. Verimliliğe dayalı rekabetçilik araçlarını başarılı bir şekilde yürütmekte olan Türkiye'nin yakın bir gelecekte yenilikçiliğin lokomotif olduğu bir ekonomiye dönüşümü bu önceliğin bir sonucudur. Benzer süreçleri yaşayan orta gelir düzeyindeki diğer ekonomiler gibi Türkiye'nin de bu dönüşümü kararlılıkla ve hızlı bir şekilde tamamlayabilmesi bir tehdit olarak önünde durmaktadır. Yüksek teknolojinin pazara ulaşması sürecinde karmaşık ve teknik olmayan yenilikçilik ve yaratıcılığı da kapsayan bir katma değer zincirinin hayata geçirilmesi gerekir.⁰⁸ Girişim sermayesi'nin bu süreçte sağladığı mali kaynak kadar iş bilgisi ve ağ ilişkileri başta olmak üzere çok önemli ilave katma değerleri firmalara sunduğu yapılan araştırmalarda tespit edilmiştir.⁰⁹

Bu çalışmada, Türkiye'de girişim sermayesinin farklı profildeki girişimlerin ihtiyacı olacak tüm yatırım aşamaları için doğru bir model çerçevesinde yaygınlaşmasının kamu müdahalesi ile teşvik edilmesinin yaratabileceği ekonomik kazanımlar tartışılmaktadır. Bu açıdan çalışmada, küresel arenada

⁰³ <http://cynthiakocialski.com/blog/2010/10/07/the-surprising-resemblance-between-christopher-columbus-and-start-up-entrepreneurs/> (Ocak 2012'de erişilmiştir.)

⁰⁴ Bu çalışmada "girişim sermayesi" ifadesi tüm girişim finansman aşamaları ve firma yaş/büyüklüklerini içerecek şekilde kullanılacaktır.

⁰⁵ http://ec.europa.eu/europe2020/index_en.htm (Ocak 2012'de erişilmiştir.)

⁰⁶ http://ec.europa.eu/commission_2010-2014/tajani/hot-topics/innovation-union/index_en.htm (Ocak 2012'de erişilmiştir.)

⁰⁷ Eurostat

⁰⁸ Kraemer, Kenneth L.; Linden, Greg, ve Dedrick, Jason (2011). Capturing Value in Global Networks: Apple's iPad and iPhone. Alfred P. Sloan Foundation Personal Computing Industry Center, UC Irvine.

⁰⁹ Luukkonen, Terttu ve Maunula, Mari (2007). Non-Financial Value-Added Of Venture Capital: A Comparative Study Of Different Venture Capital Investors. The Research Institution of the Finnish Economy, araştırma raporu.

rekabet edebilecek, hızlı büyüme, katma değer artışı ve nitelikli istihdam yaratma potansiyeli olan girişimlerin finansman ihtiyacına katkıda bulunacak, özel sektör ve kamu ortaklığına dayalı kurumsal bir yapının getireceği faydalar, başarılı model ve ülke örneklerine referans verilerek ve Türkiye ekonomisi baz alınarak ortaya konmaktadır.

Çalışmanın ikinci bölümünde girişim sermayesine ilişkin genel bir tablo çizilmektedir. Girişim sermayesinin yaygınlaşmasıyla elde edilmesi hedeflenen sonuçlar ve girişim sermayesi finansman modeli altındaki farklı uygulamalar bu bölümde tartışılmaktadır. Girişim sermayesinin sağladığı katma değerın finansmana erişim problemini çözmekle sınırlı kalmadığı, verimlilik ve maliyet kazançlarını da beraberinde getirdiği, konuyla ilgili literatüre de atıfta bulunarak ortaya konmaktadır. Bu bölümün en önemli vurgusu ise girişim sermayesi döngüsünün başında kamunun rol alması gerekliliğidir. Bilgi asimetrisi ve pozitif dışsallık gibi faktörlerden dolayı özellikle Türkiye gibi sermaye piyasalarının çok derin olmadığı ve dolayısı ile girişim sermayesinin henüz kurumsallaşma aşamasının başında olduğu ülkelerde kamunun üstlenmesi gereken kilit role değinilmektedir. Son olarak, farklı ülkelerin kamu destekli program örneklerinden bahsedildikten sonra Türkiye için bir girişim sermayesi destekleme programı çerçevesi önerilmektedir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde, girişim sermayesinin firma etkinliğini hangi mekanizmalar yoluyla artırdığı ve bu finansman aracından yararlanan şirketlerin ihracat performansı ülke örnekleriyle ve ampirik bulgularla ortaya konmaktadır. Elde edilen bulgular, girişim sermayesi tarafından desteklenen firmaların uluslararası pazarlara odaklı olduklarını ve dolayısı ile girişim sermayesinden yararlandıktan sonra ihracatlarını ve Ar-Ge harcamalarını arttırdıklarını göstermektedir.

Çalışmanın dördüncü bölümü ise Türkiye'nin girişim sermayesi açısından mevcut durumunu tartışmaktadır. Bu kapsamda girişim sermayesi alan girişimlerin coğrafi, sektörel ve teknolojik perspektiften değerlendirmesi yapılarak, girişim sermayesinin firmaların ürettikleri mal ve hizmetlerin sofistikasyon derecesini arttırıp arttırmadığı ve bu firmaların yaşam döngüleri incelenmektedir. 2007 yılından itibaren girişim sermayesi alan şirket sayısında belirgin bir artış olduğu, bu tür yatırımları çeken şirketlerin çoğunlukla imalat sanayinde faaliyet gösterdikleri belirtilmektedir. Ülkemizde, girişim sermayesi yapısının daha gelişmiş olduğu ülkelerden farklı olarak, girişim sermayesi yatırımı çeken şirketlerde orta ve ileri teknoloji kullananlarının yüzdesinin düşük olduğu, bununla beraber son dönemde fonlanan şirketlerin sofistikasyon değerlerinde bir artış yaşandığı yine bu bölümde ele alınmaktadır. Girişim sermayesi fonlarının genç firmalara odaklanmakta ilgisiz kaldığı yine bu bölümün bulguları arasındadır.

Çalışmanın beşinci bölümünde ise girişim sermayesinin ihracat üzerindeki etkileri, Türkiye'nin makro dengesi üzerindeki mevcut ve potansiyel etkiler de gözetilerek değerlendirilmektedir. 2023 için ortaya konan ihracat hedefi ve yüksek cari işlemler açığı, yapısal değişimi destekleyecek politika araçlarına duyulan ihtiyacı daha da arttırmaktadır. Bu açıdan, makroekonomik bir bakış açısıyla, girişim sermayesi tarafından desteklenecek şirketlerin ihracat potansiyeli ve dış ticarete yapması beklenen olumlu etkiler vurgulanmaktadır. Ülkemizde girişim sermayesi alan şirketlerin de, sermaye yatırımı sonrasında kendisi ile aynı sektörde ihracat yapan firmalara kıyasla ihracatlarını arttırdıkları teyit edilmektedir.

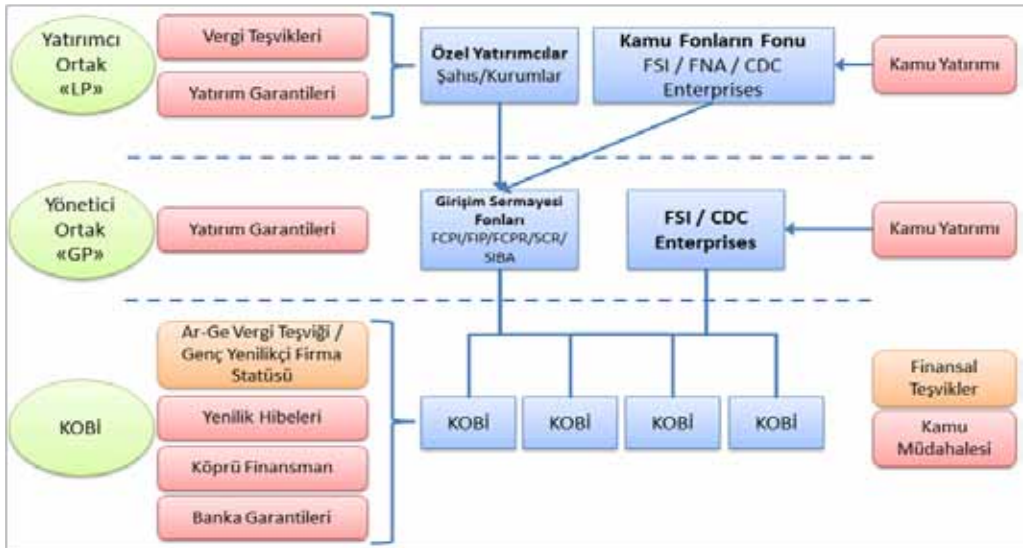
Çalışmanın son bölümü ise elde edilen bulguların genel bir değerlendirmesini yaparak mevcut durum ve politika önerilerini özetlemektedir.

2. GİRİŞİM SERMAYESİ: HEDEF, KAPSAM VE KAMUNUN ROLÜ

2.1. Politika İhtiyaç ve Hedefleri

Girişimcilik politikasına dair tartışmalarda kaliteli finansmana erişim konusu önemli bir gündem tutmaktadır. Çoğu zaman, kamu programları ile finansmana kolay ve düşük maliyetli erişimin sağlanması öncelikli hedef olarak algılanmaktadır. Ancak pek çok girişim için yönlendirme, kapsamlı bir ekosisteme ve iş bilgisine erişim gibi nakdi olmayan katkılar, sağlanan finansmanın etkisini pekiştirmekte, bu anlamda da finansmanın kalitesinde belirleyici olmaktadır. Bu sebeple kamu politikalarında girişim sermayesi “akıllı” finansman örnekleri arasında önemli politika uygulama araçlardan birisi olarak görülmektedir. Özellikle yeni sektörlerin gelişiminde aktif aracı rollerin oluşumu kritik bir önem taşımaktadır. Girişim sermayesi klasik araçların (örneğin bankalar ve destek kuruluşları) yanında, sermayeyi girişimci genç firmalar ile bir araya getiren yeni bir aracı modeli temsil etmektedir.¹⁰

Girişim sermayesinin etkin bir politika uygulama aracı olarak geliştirilerek uygulanması, girişim sermayesini oluşturan ana dikey değer ekseninin doğru anlaşılmasına bağlıdır. Sağlıklı bir girişim sermayesi pazarında hızlı büyüme potansiyeli olan girişimci firmaların varlığı kadar, girişim sermayesi fonlarını kurup doğru yatırımları seçecek ve yönetecek yetkinlikte girişim sermayesi yönetici takımları ile doğru takımlara sermaye sağlayacak yetkin ve gelişmiş yatırımcıların varlığı da kritik önem taşımaktadır. Sonuçta; girişim sermayesi sektörü, girişim sermayesi fonlarına yatırım yapmaya yetkin ve istekli yatırımcılar oldukça varlığını sürdürebilecektir. Kamu tarafından gerçekleştirilecek faaliyetlerde girişim sermayesine dair bu ilişkinin bütünsel bir resim olarak dikkate alınması önemli bir başarı kriteri olarak değerlendirilmelidir. (Şekil 2) Fransa'da girişim sermayesine yönelik yürütülen tedbirler bütünü bu anlamda bir iyi uygulama olarak değerlendirilebilir.



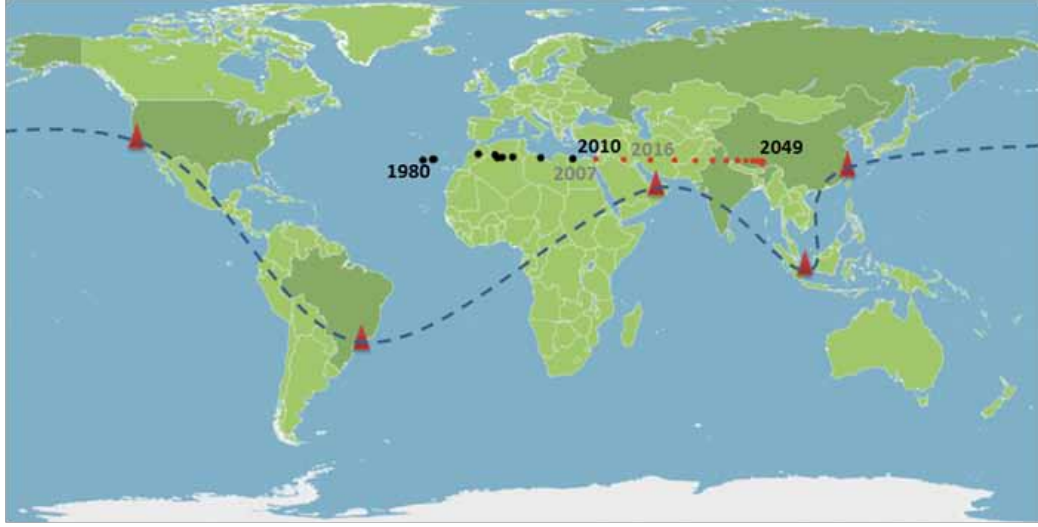
Şekil 2 – Fransa'da Girişim Sermayesi'ne Yönelik Program ve Destekler^{11, 12}

10 Gompers, P. Ve Lerner J. (1999) The Venture Capital Cycle. The MIT Press.

11 Venture Capital Investment Guarantee programme by OSEO, Peer-Review Raporu. Inno-Partnering Forum Projesi.

12 Şekildeki kısaltmalar Ek-1'de açıklanmıştır.

Yatırımcının girişim sermayesi yatırımlarına dair temel karar kriteri, doğal olarak alternatif araçlara göreceli olarak girişim sermayesi yatırımından getiri beklentisidir. Sonuç olarak yatırımcıya ulaşan getirinin girişim sermayesi değer dikeyindeki farklı katmanlara bağlı olduğu dikkate alındığında; kamunun destek unsurunun söz konusu katmanlarda ayrı ayrı oluşmasının önemi açıktır. Bununla birlikte, yatırımcılar için ileriye dönük getiri beklentisi büyük oranda farklı algı unsurlarına bağlı göreceli bir değerlendirmedir. Herhangi bir pazara veya yatırım aracına dair yatırımcı algısının yatırımdan getiri beklentisi hesaplarında farklı iskontolara neden olduğu görülmektedir.



Şekil 3 - Küresel GSMH Ağırlık Merkezi'ndeki Hareketler ve Yeni Girişim Eksen^{13, 14}

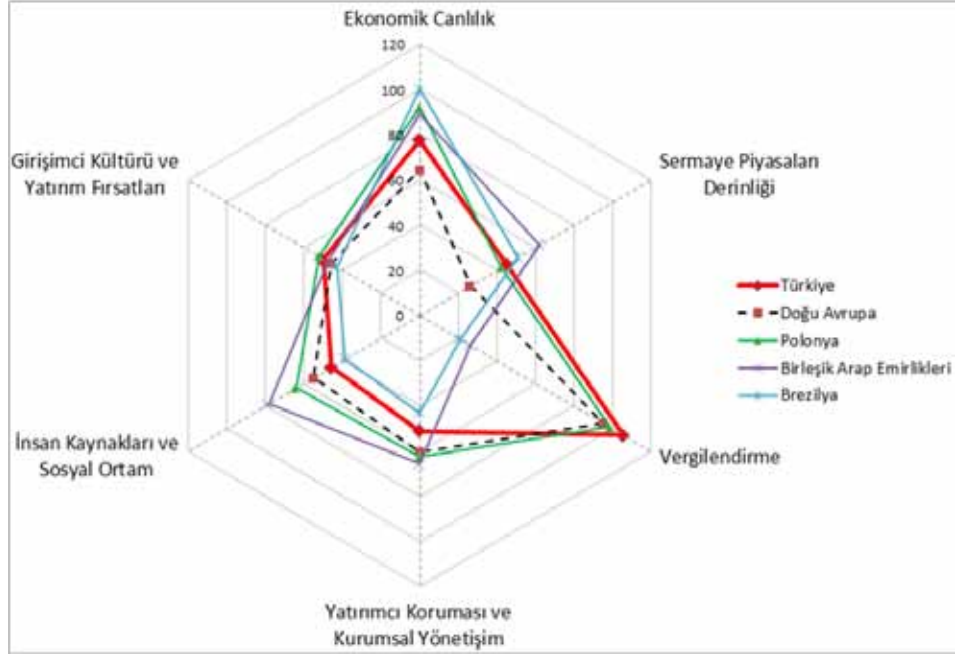
Yatırımcı algısının belli oranda yatırım aracına dair gerçek verilerden bağımsız küresel düzeydeki gelişme ve eğilimlere göre şekillendiği de görülmektedir. Bu anlamda küresel düzeyde Türkiye'deki girişim sermayesi pazarına yönelik yatırımcı algısının oluşmasında belirleyici olan iki kuvvetli eğilim ortaya çıkmaktadır. (Şekil 3) Bunlardan birincisi küresel GSMH ağırlık merkezinin son 30 yılda Atlantik'ten doğuya doğru gittikçe ivmelenen hareketidir. Bu anlamda 2007 – 2016 penceresinde küresel GSMH'nın merkezi Türkiye'ye dikkat çeken bir bölgeden geçmektedir. Bu süreçte Türkiye'ye yönelik "batıyı doğuya bağlayan" köprü ülke olarak algının güçlendiği görülmektedir. Türkiye'nin girişim sermayesi sektörü dahil pek çok gelişim ekseninde "batının doğu kapısı" veya "doğunun batı kapısı" olarak bu algıyı yönetmesinin önemi açıktır.

Türkiye'yi etkileyen bir diğer eğilim ise, girişimcilik ve yenilik kapasitesine yönelik küresel algıyı belirleyen izafi bir eksenin gittikçe belirginleşmesidir. Bu süreçte Birleşik Arap Emirlikleri'nin daha güçlü bir algıyı oluşturmaktaki başarısı Türkiye'ye yönelik algıyı olumsuz etkilememektedir. Bu ekseninde Sao Paulo ile Dubai'yi birleştiren eksenin Afrika'dan geçiyor olması özellikle Afrika pazarını son derece ilginç bir hale getirmektedir. Türkiye'nin bu eksenin mümkün olduğunca Türkiye'ye doğru kayması için daha aktif ve iddialı girişimlerde bulunmasının önemi de bir politika önceliği olarak değerlendirilmelidir.

¹³ Quah, Danny (2011). The Global Economy's Shifting Centre of Gravity. Global Policy, volüm 2, sayı 1, sayfalar 3-9.

¹⁴ Di Leo Bruno, IBM Gelişmekte Olan Pazarlar Genel Müdürü. (Ekim 2011) Kauffman Fellows Shanghai Zirvesi sunumundan uyarılama.

Girişim sermayesine yönelik politika ve program tasarımlarında dikkate alınması gereken bir diğer husus da, girişim sermayesi sektörünün gelişiminin Türkiye için olduğu kadar diğer ülkeler için de önemli bir politika önceliği olduğudur. Bu nedenle, mutlak kriterler kadar Türkiye'nin diğer ülkelere göre karşılaştırmalı performansının da algının oluşmasında belirleyici olduğu dikkate alınmalıdır. (Şekil 4) Navarra Üniversitesi'nin oluşturduğu Girişim Sermayesi Cazibe Endeksine göre 2011 yılında Türkiye toplam 52,8 puanla 39. sırada yer almaktadır.



Şekil 4 – Türkiye'nin Girişim Sermayesi Pazarının Karşılaştırması^{15, 16}

Nitelikli bir girişimin farklı aşamalarda ihtiyaç duyacağı (başta çekirdek, erken ve büyüme sermayesi aşamaları olmak üzere) yatırımcı ekosistemini harekete geçirecek bir girişim sermayesi modelinin temel olarak aşağıdaki sistemik pazar tökezlemelerine cevap vermesi beklenmektedir:

- Özellikle erken aşama ve büyüme sermayesi aşamalarında firmaların finansman ve yönlendirme konusundaki ihtiyaçlarının mevcut yatırım döngüsü içerisinde kamu ve/veya özel sektör tarafından farklı çekince ve sınırlamalar nedeni ile karşılanamaması,
 - > Özel sektörün risk algısı ve süreç tecrübesinin yeterince gelişmemiş olması,
 - > Kamunun tabi olduğu süreçlerin girişimlerin ihtiyacı olan esnekliği sağlayamaması,
- Erken aşama ve büyüme aşamalarında bulunan firmaların uluslararasılaşma ve markalaşma ile özgün katma değer yaratmalarını destekleyecek araçlara sahip olmaması.

Sonuç olarak, etkin bir girişim sermayesi sektörü ile ulaşılmak istenen hedefler aşağıdaki gibi sıralanabilir:

15 2011 Küresel Girişim Sermayesi Ülke Cazibe Endeksi, <http://blog.iese.edu/vcpeindex/> (Şubat 2012'de erişilmiştir)

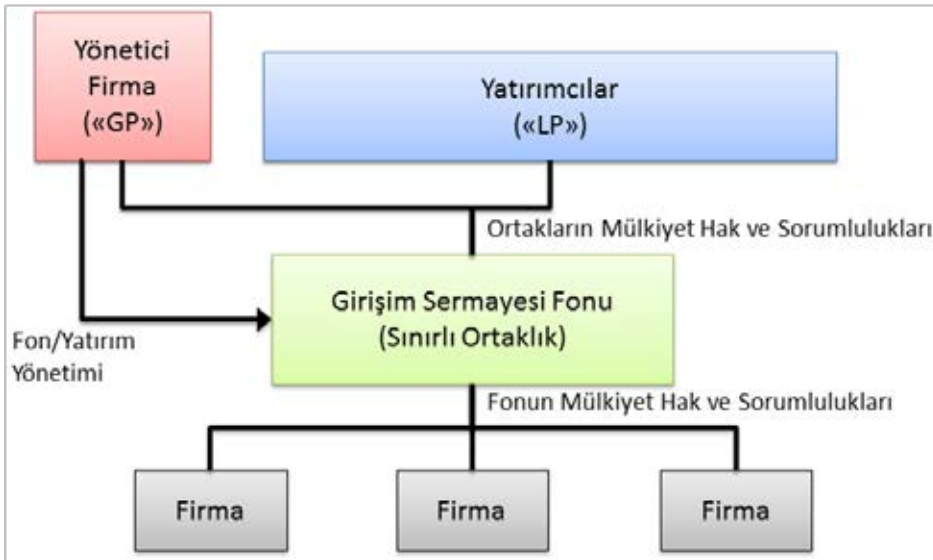
16 100 skor Amerika Birleşik Devleti'nin performansını ifade etmektedir.

- Yüksek büyüme ve özgün katma değer yaratma potansiyeli olan yeni girişimleri destekleyen kamu-özel sektör ortaklığına dayanan bir **politika uygulama aracının** oluşturulması,
- Yatırım ve diğer devlet destekleri ile birlikte girişim ve büyüme finansmanına ilişkin mevcut ekosistemin geliştirilmesi,
- Özel sermayenin katılımını teşvik ederek **sürdürülebilir** bir girişim sermayesi sektörünün yapılandırılması,
- Ulusal ve uluslararası yatırımcı ve girişimcilerin **algısının** yönlendirilmesi,
- İş bilgisi, tecrübesi ve ilişki ağlarında **uluslararasılaşmanın** desteklenmesi,
- Kamu öncelik ve çıkarlarını özel yatırımcılarınki ile **paralel** konumlandırabilecek bir girişim sermayesi modelinin hayata geçirilmesi.

Ortaya konan gereksinimler ve ulaşılmak istenen hedefler kapsamında kamu destekli girişim sermayesi program modellerini tartışmadan önce girişim sermayesi kavramlarını tanımlamak ve konuyla ilgili güncel literatürü özetlemek önemli bir başlangıç noktası olacaktır. Daha da önemlisi, girişim sermayesinin ülke ekonomilerine etkilerin anlamak, Türkiye için önerilecek/geliştirilecek modeller konusunda da önemli ipuçları sağlayacaktır.

2.2. Girişim Sermayesi: Tarihçe ve Tanımlar

Girişim sermayesi, bağımsız profesyonel bir yöneticinin aracılığı ile yüksek büyüme potansiyeli olan firmalara yatırım yaparak getiri elde etmeyi amaçlayan yatırımcıların kullandığı kolektif bir yatırım aracıdır. (Şekil 5) Uluslararası kabul gören en iyi uygulamalarda, her bir girişim sermayesi fonu süreli ("kapalı uçlu") olarak kurulur. Yatırımcıların katılım sırasında kabul ettiği faaliyet süresi sonunda kurulan girişim sermayesi fonu tasfiye edilir. Bu özelliği ile her bir girişim sermayesi fonu, kuruluş aşamasında hedef pazarda öngörülen fırsata odaklı yeni bir girişimdir.



Şekil 5 – Girişim Sermayesi Fonu Yapısı

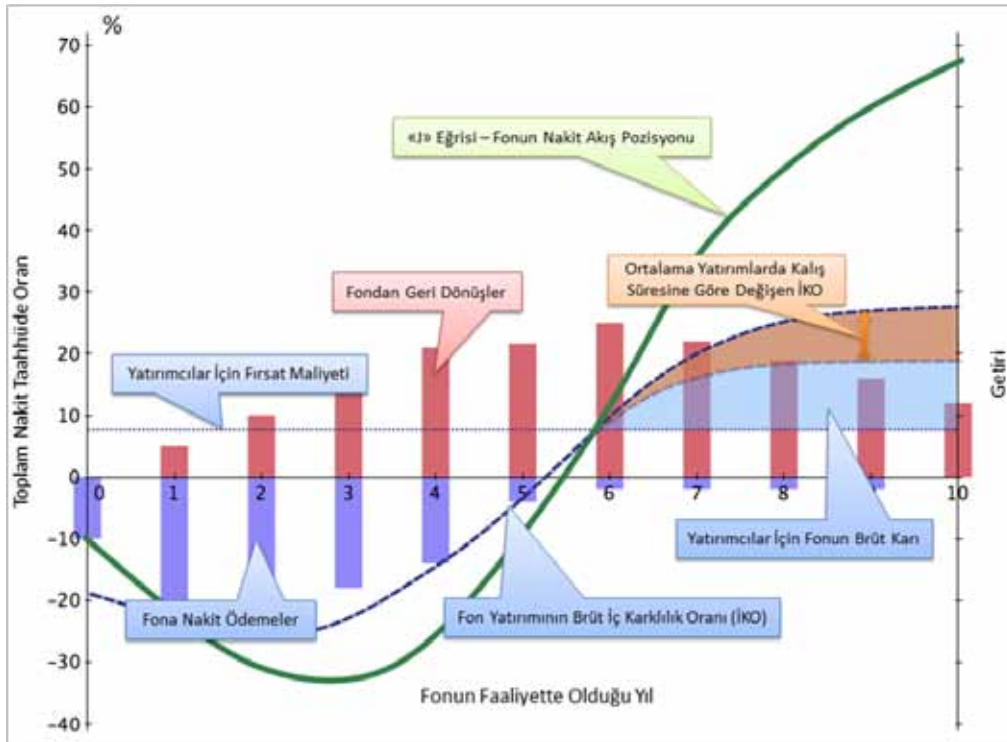
Bir girişim sermayesi fonu, tüm yatırımcı ortakların diğer ortakların fon kapsamındaki taahhütlerini yerine getireceklerine dair karşılıklı güveni üzerine kurulur. Bu sebeple, kuruluş aşamasında tüm yatırımcı ortaklar diğer ortaklar hakkında gerekli değerlendirmeyi titizlikle yaparlar. Bu anlamda kamunun dahil olacağı modellerin de diğer özel yatırımcılar tarafından “güvenilir” ve “çalışılabilir” olarak algılanması, hedeflenen özel sermayenin yaygın katılımının sağlanması açısından son derece kritik öneme sahiptir.

Fon, “yönetici ortak” (GP) tarafından yatırımcı ortakların fona katılımı sırasında taahhüt edilen iş planına uygun olarak yönetilir. İş planında yatırım stratejisi, yönetim yapısı, raporlama vb. ayrıntılar taahhüt altına alınır. Yönetici ortak fonun nakit akışına göre tüm yatırımcı ortakların taahhüt hisseleri oranında ihtiyaç oldukça kaynak talep eder. Her bir sınırlı sorumlu yatırımcı ortağın (LP) fona karşı olan sorumluluğu katılım sırasında taahhüt ettiği toplam miktar ile sınırlıdır. Yatırımcı ortaklar, yönetici ortağa fonun büyüklüğü ile orantılı bir yönetim giderini fonun faaliyette olduğu sürece düzenli olarak öderler. Bu oran genelde fonun büyüklüğüne bağlı olarak yatırım döneminde toplam taahhütlerin %1,5 -%2,5’u, yatırım döneminden sonra da aktif yatırımların büyüklüğünün %1 - %2’si oranında olarak uygulanmaktadır. Girişim sermayesi fonun yaşam döngüsü boyunca ödenen yönetim giderleri yatırımcı ortakların toplam yatırım taahhüdüne dahil edilerek hesaplanır. Yönetim giderleri, fonun kuruluşundan itibaren ödenmeye başlanır. Bu sebeple yatırımcı ortakların yönetici ortağı fonun kuruluşu aşamasındaki değerlendirmesinde, yönetici ortağın yatırımları iş planında taahhüt edilen çerçevede, mümkün olan en kısa zamanda gerçekleştirip gerçekleştiremeyeceğini önemli bir kriter olarak dikkate alınır. Bu sebeple, yatırımcı ortakların yönetici ortak hakkındaki değerlendirmelerinde, yönetici ortağın yatırımları iş planında taahhüt edilen çerçevede ve mümkün olan en kısa zamanda gerçekleştirip gerçekleştiremeyeceği önemli bir kriter olarak dikkate alınır. İlk defa yönetici ortak olan takımların bu değerlendirmede geçmişe dair bir performans referansları yoksa yatırımcıların tercihleri açısından dezavantajlı oldukları söylenebilir. Fonun yatırımcı olduğu firmalarda temsil yönetici ortak tarafından gerçekleştirilir. Yönetici ortak, kimi zaman bağımsız profesyonellerin de yer aldığı bir yatırım komitesi oluşturarak fonun yatırım ile ilgili kararlarında destek alır. Yaygın uygulamada, fonun yatırımcıların beklentisi üzerinde getiri getirmesi durumunda yönetici ortağa fonun kuruluş aşamasında taahhüt edilmiş bir performans payı ödemesi (genelde net karın %20’si) ile yatırımcı ortaklar ile yönetici ortağın performans açısından hedef birliği sağlanır. Girişim sermayesinin varoluş nedeni yatırımcı-yönetici-girişimci-alıcı arasındaki nakit döngüsünü sağlamaktır, bu nedenle yatırımlardan uygun getiri ile çıkabilmek modelin sürdürülebilirliği açısından kritik öneme sahiptir. (Şekil 6)



Şekil 6 – Girişim Sermayesi Nakit Akışı

Girişim sermayesi yatırımları, varlık sınıfının karmaşık riskini taşıyabilecek gelişmiş yatırımcılara özel bir yatırım faaliyetidir. Kapalı uçlu “GP-LP” modeli fonlarda fonun faaliyette olduğu süre içerisinde fonun yaşam döngüsündeki farklı faaliyetlere göre fonda pozitif ve negatif nakit akışı olabilir. Sınırlı sorumlu yatırımcı ortakların bu süre içerisinde tüm nakit taahhütlerini yönetici ortağın taleplerine göre geciktirmeden ve tam olarak karşılaması beklenir. Tipik bir girişim sermayesi fonu için bu nakit akışı fonun faaliyette olduğu sürenin başındaki birkaç yıl için negatif olacak, ancak zamanla fondan sağlanan yatırım dönüşleri ile negatif eğri ortalama 5-6 yıl içerisinde pozitifte dönecektir. (Şekil 7) Nakit akışına bağlı olarak yatırımcılar için yatırımdan sağlanan iç karlılık oranında da benzer bir hareket görülecektir.¹⁷ Genelde kapalı uçlu fonların çalışma esaslarına uygun olarak iç karlılık oranının sınırlı sorumlu yatırımcıların fona katılım aşamasında kabul ettiği fırsat maliyeti üzerindeki kısım kar olarak kabul edilir ve yönetici ortak ile sınırlı sorumlu ortaklar arasında baştan belirlenmiş esaslara göre paylaşılır. Söz konusu karın hangi büyüklükte olacağını belirleyecek etkenlerden birisi de girişim sermayesi yatırım fonunun yatırımlardaki kalış süresidir. Buna bağlı olarak bu sürenin uzaması ile aynı çarpan getiriye sağlayan fonlar arasında iç karlılık oranı açısından bir performans azalması gözlenecektir.¹⁸



Şekil 7 – Girişim Sermayesi Fonu Nakit Akışı ve ‘J-Eğrisi’

17 Girişim sermayesi fonlarının performans değerlendirmesi için kullanılan iki kriterden birincisi yatırımcıların toplam taahhüdünün kaç katının yatırımcılara geri döndüğünü ifade eden çarpan kriteri, ikincisi ise yatırımcılar açısından paranın zamana bağlı değerini de dikkate alan “iç karlılık oranı” (İKO) değerlendirmesidir.

18 2008 yılında İskoç yerel hükümetinin “Evaluation of ERDF Supported Venture Capital and Loan Funds” çalışmasının bulgularına göre AB genelinde erken aşama fonlarının tüm yaşam döngüleri üzerinde sağladıkları ortalama İKO oranı %2’dir. Bu performans hem yatırımcılar hem de yönetici takımlar açısından önemli sonuçlar doğurmaktadır. Yönetici takımlar açısından kardan pay olasılığının zayıflaması yönetim ücretlerinin önemini artırırken, yönetim ücretlerinin yatırımcılar açısından maliyeti artırmaktadır. Erken aşama girişim sermayesinde önümüzdeki dönemde farklı finansal modellerin gelişeceği beklenebilir.

Pek çok yatırımcı diğer yatırımcıların fona katılım için ilave ayrıcalıklar almasını uygun görmemekle birlikte, yatırımcıların hisselerinin sağladığı hak ve sorumluluklar katılım taahhüdü sırasında kayda alınır. Taahhütlerini yerine getiremeyen yatırımcılar diğer yatırımcılara ve yönetici ortağa karşı maddi sorumluluk taşır. Herhangi bir yatırımcı diğer yatırımcıların ekseriyeti olmadan iş planında değişiklik talep edemez ve mutabık kalınan iş planına uyulduğu sürece yönetici ortağı sorumlu tutamaz. Bu çerçevedeki taahhüdün en az 10 sene geçerli olduğu dikkate alındığında, kamu katılımının doğru beklentiler ile bu çerçevede kurgulanması kritiktir.

Girişim sermayesi sektörünün itibara dayalı bir sektör olması dolayısı ile yeni yönetici takımlar çoğunlukla mevcut yönetici takımlardan ayrılan profesyoneller tarafından oluşturulur. Özellikle sektörün gelişmediği pazarlarda yeni takımların fon kurmaları referans eksiklikleri nedeni ile ciddi engellerle karşılaşmaktadır. Kamu müdahalesinde dikkate alınması gereken hususlardan birisi de yeni takımlara referans oluşturabilecekleri imkanın sağlanması olmalıdır.

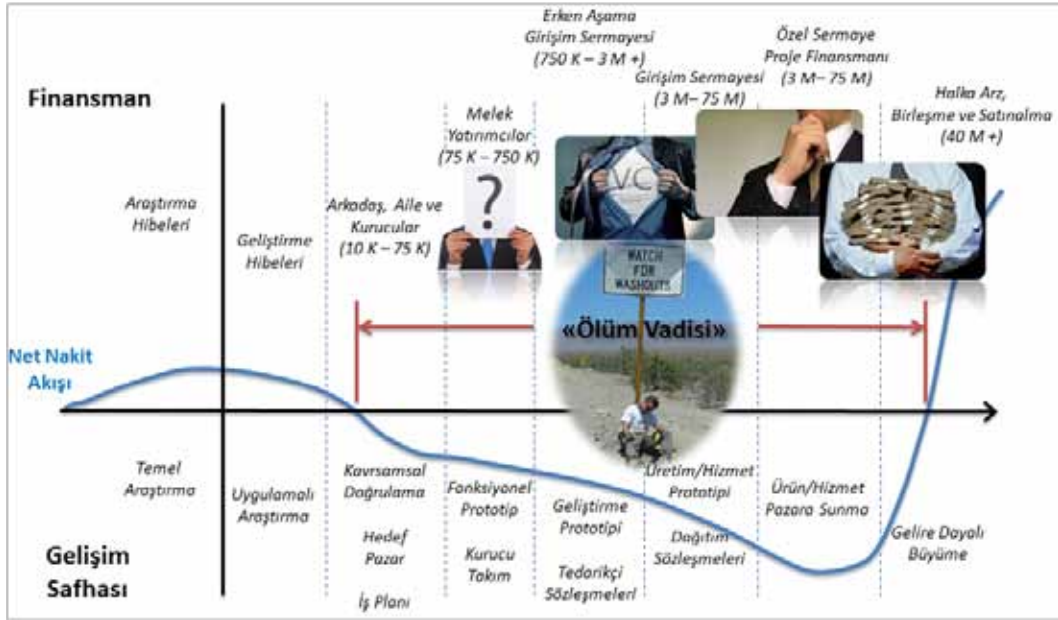
Girişim sermayesini diğer yatırımcı modellerinden ayıran temel unsur girişim sermayesi fonlarının portföylerinde yer alan firmaların operasyonlarında ihtiyaçların gerektirdiği düzeyde aktif rol almasıdır. Girişim sermayesi fonlarının yönetici ortakları, tecrübeleri, bağlantıları ve yetenekleri ile yatırım yaptıkları firmaların başarısı için önemli katkılar sunar. Bu katkılar, firmanın profesyonel yeteneklere ulaşması, rehberlik, olası müşterilere, stratejik ortaklara ve yeni yatırımcılara erişim gibi farklı içeriklerde olabilir.^{19, 20} Girişim sermayesi yatırımcılarının firmalar ile ilişkileri genelde firmaya ortaklık süresince geçerli olmakla birlikte, bazı istisnai hallerde bu ilişkinin yatırımdan çıkış sonrası da devam ettiği görülmektedir.²¹ Örneğin kuruluş sermayesini sağlayan girişim sermayesi yönetici ortaklarından Arthur Rock, Intel'in yönetim kurulunda 20 sene görev almıştır. Cisco'nun kuruluş yatırımında görev alan yönetici ortaklardan Donald Valentine ise Cisco'nun halka arzından 10 sene sonraya kadar yönetim kurulundaki görevine devam etmiştir.

Pek çok yeni girişim için girişimin hızla nakit tükettiği ancak hiçbir gelir üretmediği dönem önemli bir tehdittir. Bu döneme literatürde "ölüm vadisi" adı verilmektedir. Girişim sermayesinin hisse karşılığı riski paylaşan "sabırlı sermaye" olarak yeni girişimlere bu dönemde "akıllı" finansman sağladığı söylenebilir. Bununla birlikte, girişim sermayesi fonları yönetici ortak ve yatırımcı profillerinin beklenti ve uzmanlıklarına göre firmaların yatırım döngülerinin farklı aşamalarında da firmalara finansman sağlamaktadır. Sonuçta her bir yatırım aşamasındaki yatırımcı bir önceki aşamadaki yatırımcı için ilave finansman sağlayarak firmanın büyümesi için taze kan sağlamaktadır.

19 Florida, Richard ve Kenney Martin. (1988). Venture Capital Financed Innovation and Technological Change in the U.S. Research Policy, v. 17, s.3, s.119-137.

20 Gompers, Paul. (1994). The Rise and Fall of Venture Capital. Business and Economic History v.23, s.2, s.1-26.

21 Kenney, M., Han, K., ve Tanaka S. (2004) Venture Capital Industries in East Asia. Global Change ve East Asia Policy Initiatives. s. 391-427. S. Yusuf, M. Altaf ve K. Nabeshima editörler. Oxford University Press.



Şekil 8 – Girişim Sermayesi ve ‘Ölüm Vadisi’

Girişim sermayesi; özel sermaye yatırımları (“private equity”, PE), erken aşama ve büyüme sermayesi yatırımları (“venture capital”, VC), çoğunluk hissesinin devrolması (buyout), arafinansman (mezzanine) gibi yatırım aktivitelerinin tümünü kapsamaktadır. Bu aşamaların her biri yatırım miktarı, yatırımda kalış süresi ve yönetilmesi gereken riskler açısından farklılıklar göstermektedir. (Şekil 9) Özellikle erken ve büyüme aşamalarındaki yatırımlarda yatırımda kalış süresinin uzunluğu ve yönetilmesi gereken risklerin karmaşıklığı zaman zaman bu aşamadaki yatırımların “risk sermayesi” olarak nitelenmesine neden olmaktadır. Erken ve büyüme aşamalarındaki yüksek risk algısı girişim sermayesi yatırımcılarının kaldıraç etkisi yaratacak diğer finansman araçlarına erişimini de önemli oranda sınırlandırmakta, riskin yatırım yapan fon tarafından taşınmasını gerektirmektedir.

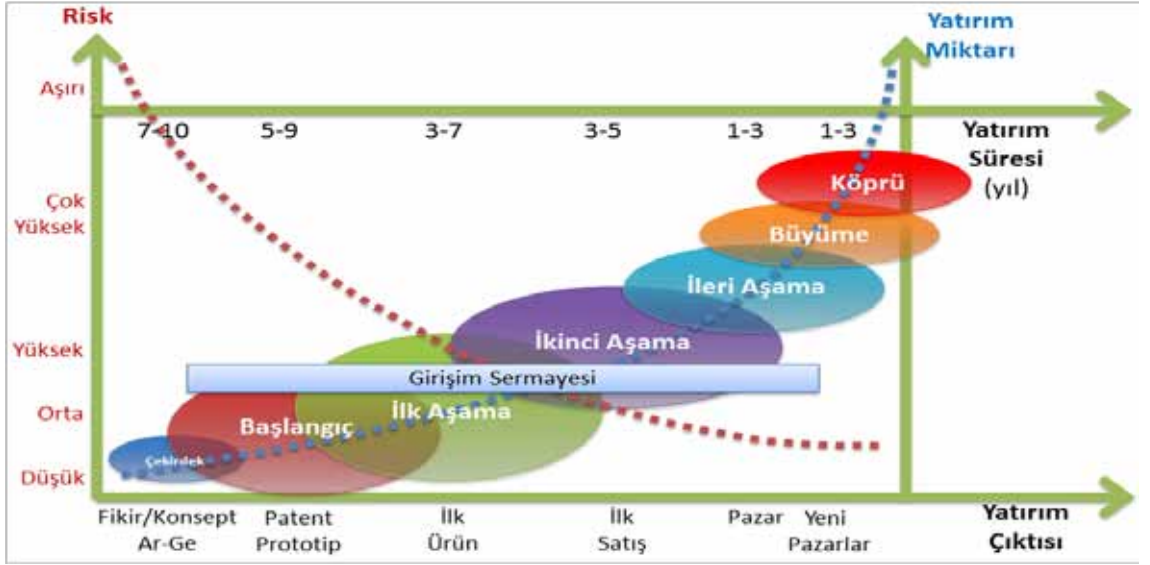
GİRİŞİM BORÇLANMASI (VENTURE LENDING)

Girişim borçlanması, girişim sermayesi yatırımı almış erken aşama firmaların uzmanlaşmış finansman kurumlarından nakit, hizmet veya ekipman karşılığı borçlanması uygulamasıdır. Girişim borçlanması erken aşama firmalara ilave hisse vermeden nakit yönetimi imkanı sağlamaktadır. Tipik bir girişim borçlanması finansmanı \$1 - \$2 milyon boyutunda, 3 yıl vadeli %10 - %15 faiz ve ileriki yatırım aşamalarında borcun %10 - %20'si oranında önceden belirlenmiş bir fiyattan yatırım yapma hakkı (“warrant”) karşılığında sağlanır.

ABD’de yıllık girişim sermayesi borçlanması hacminin \$2 - \$3 milyar civarında olduğu tahmin edilmektedir. İngiltere ve İsrail’de de girişim borçlanması hacminin, girişim sermayesi hacminin %10’u civarında olduğu varsayılmaktadır.^a

Alternatif bir yöntem olarak girişim borçlanması uygulamaları yanında girişim kiralaması (“leasing”) uygulamalarına da rastlanmaktadır.

^a BVCA, (2010). The Rise of Venture Dept in Europe.



Şekil 9 – Girişim Sermayesi Farklı Aşamalar İçin Risk ve Getiri Beklentileri

Modern girişim sermayesinin ilk örnekleri 1946 yılında İkinci Dünya Savaşı'ndan dönen askerlerin kuracakları yeni girişimlere finansman sağlamak için ABD'de kurulan American Research and Development Corporation (ARDC) ve J.H. Whitney & Company'dir. Özellikle ARDC'nin kurumsal yatırımcılara ulaşmak konusunda başarılı ilk örnek olduğu söylenebilir. ARDC'nin 1957 yılında Digital Equipment Corporation (DEC)'a yapmış olduğu 75.000 ABD Doları yatırım 1968'yıldaki halka arz sırasında 1.200 kat getiri getirmiştir. ARDC'den ayrılan çalışanların pek çoğu zamanla kendi girişim sermayesi fonlarını kurup yönetmiştir. Profesyonel yönetilen girişim sermayesi fonlarını tetikleyen gelişme ise ABD'de 1958 yılında yasalaşan "Small Business Investment Act"'dır. Bu yasa ile "Small Business Investment Corporation" (SBIC) lisansları verilerek oluşturulan yatırımcı yapılar ile yeni girişimlere kurumsal finansman sağlanmıştır. 1959'da kurulan Fairchild firması girişim sermayesi ile kurulan ilk erken aşama firma olarak kabul edilir. Firmayı kuran sekiz girişimci daha sonra farklı rollerle Silikon Vadisi'nin gelişmesinde önemli roller üstlenmiştir. Intel firmasının kurucuları Gordon Moore ve Robert Noyce da bu sekiz girişimcinin arasındadır. 1978 yılında Amerikan Çalışma Bakanlığı'nın emeklilik fonlarının²² girişim sermayesi fonlarına yatırım yapmasının önünü açan düzenlemesi ile emeklilik fonları girişim sermayesi fonlarının önemli yatırımcılarından birisi haline gelmiştir. Bu gelişme özellikle 1990'ların başında ABD Başkanı Clinton'un savunma bütçelerinde yaptığı kesintilerle oluşan özellikle bilişim sektöründeki yetenek arzı ile faal olan fon sayısında ciddi bir artışı beslemiştir. Son 10 yılda girişim sermayesi konusunda en büyük paya sahip olan Amerika'da özellikle erken ve büyüme aşaması fonların büyüklüklerinde artış ve fon sayısında bir konsolidasyon gözlenmektedir. Erken aşama finansman rolünü artıran oranda, "süper" melek yatırımcı adı verilen, yüksek fonlarla yatırım yapan melek yatırımcılar üstlenmektedir.

Harvard Üniversitesi'nden Josh Lerner²³ Dünya Ekonomik Forumu için 2007 yılından itibaren yaptığı çalışmalarda kamu-özel sektör işbirliğinde yürütülen girişim sermayesi faaliyetlerinin, kamunun fir-

²² "CalPERS shuns Venture Capital". <http://finance.fortune.cnn.com/2011/11/22/calpers-shuns-venture-capital/> (Şubat 2012'de erişilmiştir.)

²³ Lerner, Josh (2009). The Boulevard of Broken Dreams : Government and The Promotion of Entrepreneurship and Venture Capital. Princeton University Press.

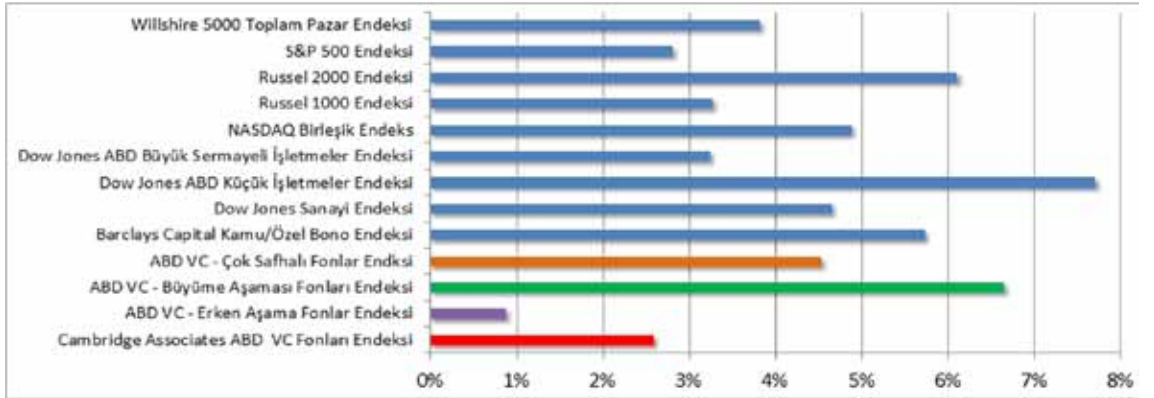
maları doğrudan desteklediği modellere kıyasla daha başarılı sonuçlar doğurduğunu tespit etmiştir. Lerner, aynı şekilde kamu varlığının yarattığı dışsallık etkisinin girişim sermayesi sektörü için ilave ölçek yarattığı ve yatırım çeşitlenmesi ile performans iyileşmelerine neden olduğunu da tespit etmiştir. Bir örnek olarak; değerlendirmeler ABD'deki SBIC programının yeni fonlar için bir kaldıraç olması kadar, girişim sermayesi sektörünü destekleyecek kapsamlı bir ekosistemin (hizmet sağlayıcılar vb.) oluşmasına da tetikleyici olduğunu göstermektedir. Devlet desteğinde oluşturulan ancak bağımsız takımlarla yönetilen girişim sermayesi modelinin en büyük avantajı, özel sektörün belirsizlik ve sermaye gereksinimi nedeniyle kendi imkanları ile yatırım yapmak istemediği, olası getirisi yüksek stratejik alanlara yönelimini cesaretlendirmesidir. Bu anlamda, artan fon arzının yaratacağı rekabet ile yeni ve yaratıcı girişimler için yatırımcı tarafındaki risk iştahını arttırması beklenebilir. Desteklenecek girişim sermayesi fonlarının, yatırım yapacağı üretici ve/veya ihracatçı firmalar ile piyasa işleyişine asgari müdahale sağlanacağı vurgulanmaktadır. Bununla beraber, kamunun devlet desteğinden yararlanan girişim sermayesi fonlarının işlemlerine yönelik düzenleyici rolünün devam edeceği de unutulmamalıdır.

Konuyla ilgili literatür incelendiğinde, girişim sermayesi uygulamalarının ülke ekonomilerine üç temel alanda olumlu katkıda bulunduğu dikkat çekmektedir:

1. Özellikle hızlı büyüme potansiyeli olan küçük firmaların hızlı büyüme için ihtiyaç duyduğu kaliteli **finansmana erişimi**,
2. Firmalarda görev alacak yetkin profesyoneller aracılığı ile **dünya pazarlarında** rekabet yetkinliği sağlayacak uluslararası standartlarda **iyi yönetim uygulamalarının** yaygınlaşması,
3. Firmalardaki **kaliteli istihdamda** artış.

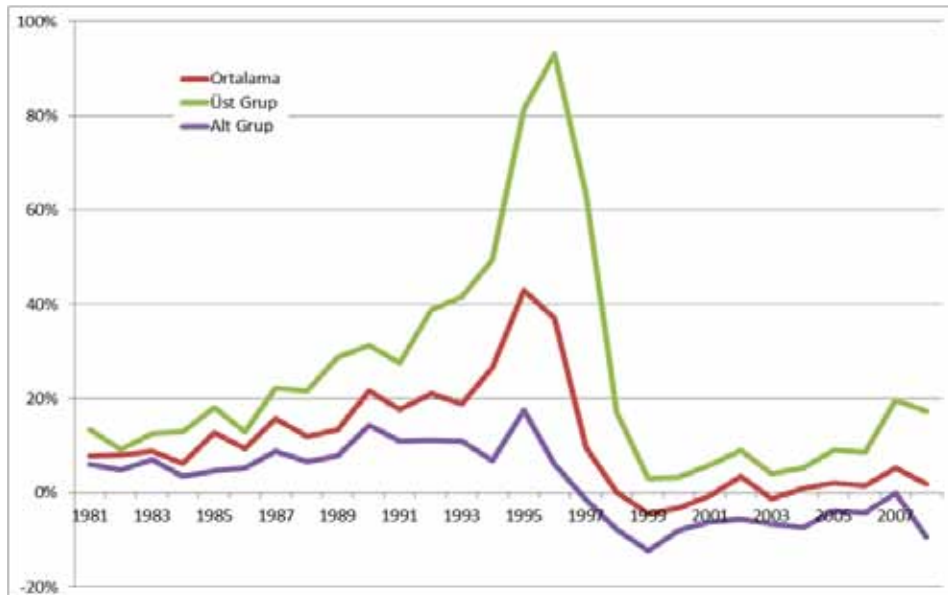
2.3. Girişim Sermayesi: Uluslararası Gösterge ve Eğilimler

Tüm girişim sermayesi fonlarının hedefi yatırım yapılan firmadaki fona ait hisseyi fonun yatırımcılarının kar beklentilerinin karşılanacağı getiri ile uygun bir alıcıya devretmektir. Yatırımcı açısından yönetici ortağın yatırıma sağladığı katma değer, fonun yapacağı yatırımları doğru seçmek ve yatırım yapılan firmadaki büyümeyi doğru yönetmek kadar söz konusu yatırımı doğru zamanda doğru fiyatla elden çıkarmak becerisidir. Yatırımcı ortaklar girişim sermayesi fonlarına yatırım yaparken portföy çeşitlenmesi, stratejik beklentiler, görünürlük vb. beklentilerle hareket edebilir. Son yıllarda, özellikle finansal kurumlarının tabi olduğu düzenleyici sınırlamaların artması; bu kurumların girişim sermayesi gibi uzun dönemli ve göreceli olarak likiditesi düşük yatırımlardan uzaklaşmasına neden olmaktadır. Üstelik erken aşama girişim sermayesi fonları, belirsizliklerin çok olduğu hızlı büyüme potansiyeli olan genç firmalara daha uzun süreli yatırımlar yaparlar. Bu nedenle de ekonomik gelişmelerden ve teknoloji/sektöre yönelik dinamiklerden çok daha fazla etkilenirler. Bu özellikleri ile de yatırımcı profilleri risk iştahı ve sabrı yüksek niş bir gruptan oluşur. Almanya'da 2010 yılı itibari ile erken aşama girişim sermayesi fonlarına yapılan yatırımların %57'si finans kurumları, %19'u firmalar, %7'si fonların fonları, %6'sı özel yatırımcılar, %4'ü kamu ve %3'ü de sigorta şirketleri tarafından gerçekleştirilmiştir.²⁴



Şekil 10 – ABD Girişim Sermayesi Fonları 10 Yıllık Net Getirisinin Alternatiflerle Karşılaştırması²⁵

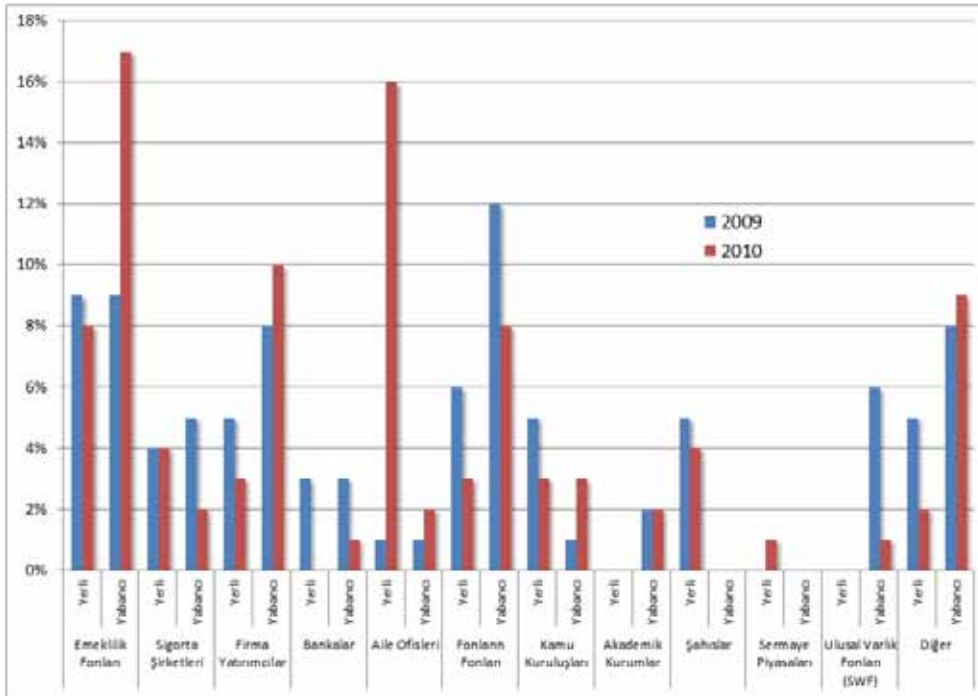
Yatırımcının erken ve büyüme aşaması girişim sermayesinin bir yatırım aracı olarak algısının oluşumunda (Şekil 10) alternatif yatırım araçlarına göre karşılaştırmalı performans belirleyici olmaktadır. Alternatif araçlara göre düşük likidite sağlaması girişim sermayesinin cazibesini salt kar amacı güden yatırımcılar açısından önemli ölçüde azaltmaktadır. Yatırımcı algısındaki değişimi etkileyen hususlardan birisi de girişim sermayesi performansının dönemsel olarak aşırı ve haksız beklenti veya düş kırıklıkları yaratacak değişimler göstermesidir. (Şekil 11) Özellikle 2000'lerin başında yaşanan "internet balonu" döneminde oluşan fon arzı fazlası yakın geçmişte özellikle erken ve büyüme aşaması girişim sermayesi fonlarına yönelik olumsuz bir performans algısının oluşumunu tetiklemektedir. Son yıllarda hareketlenen yüksek getirili halka arzlarla tekrar yükselen getiri performansları ikinci bir "balon" tartışmasını da tetiklemektedir.



Şekil 11 – Girişim Sermayesi Fonu Kuruluş Yılına Göre Yatırımcılara Net IRR Getiri²⁵

25 Cambridge Associates LLC (Eylül 2011). ABD VC Endeksi ve Seçilmiş Gösterge İstatistikler

Birkaç ülke dışında girişim sermayesi fonları büyük oranda uluslararası yatırımcıların sağladığı fonlarla faaliyetini sürdürmektedir. İngiltere’de (Şekil 12) 2009 ve 2010 yıllarında girişim sermayesi fonlarına yapılan toplam yatırımın %56’sı yabancı yatırımcı ortaklar tarafından yapılmıştır. Yine, son dönemde özellikle erken ve büyüme aşaması girişim sermayesi yatırımlarında şirket girişim sermayesi fonlarının^{26, 27} gittikçe artan oranda aktif roller üstlendiği de görülmektedir. Çoğunlukla stratejik hedeflerle küçük firmalara yatırım yapan bu fonlar değerlendirme, risk ve çıkış anlamında bağımsız fonlara göre farklı ekonomik parametreler ile faaliyet göstermekte ve çoğu zaman risk almak konusunda daha agresif davranabilmektedir. Verilere²⁸ göre şirket girişim sermayesi fonlarının erken ve büyüme aşaması girişim sermayesi yatırımlarındaki hissesi 2003 – 2008 döneminde artarak yapılan yatırım sayısının %19’una ulaşmıştır. 2011 yılında ise şirket girişim sermayesi fonları yapılan toplam yatırımların sayı olarak %14,9’unu, toplam büyüklük olarak da %8,2’sini gerçekleştirmiştir.



Şekil 12 – İngiltere’de Girişim Sermayesi Yatırımcılarının Gruplara Göre Dağılımı ²⁹

Girişim sermayesi yatırımı yapılan firmadaki fon hissesinin satışı için iki seçenek bulunmaktadır. Basında daha çok yer bulması nedeni ile daha fazla farkındalık oluşturan seçenek, firmadaki hissenin halka arz yolu ile elden çıkarılmasıdır. (Şekil 13) Buradaki en önemli ön koşul NASDAQ gibi girişim sermayesi fonlarının çıkış yapmak için kullanabileceği yeterli derinliği olan bir hisse senedi piyasasının altyapısı için gerekli düzenlemelerin tamamlanmasıdır.³⁰ Dokuz ülkeden³¹ 347 girişim sermayesi

26 <http://knowledge.wharton.upenn.edu/article.cfm?articleid=1299> (Şubat 2012’de erişilmiştir)

27 <http://venturebeat.com/2011/05/12/corporate-venture-capital-is-roaring-back/> (Şubat 2012’de erişilmiştir.)

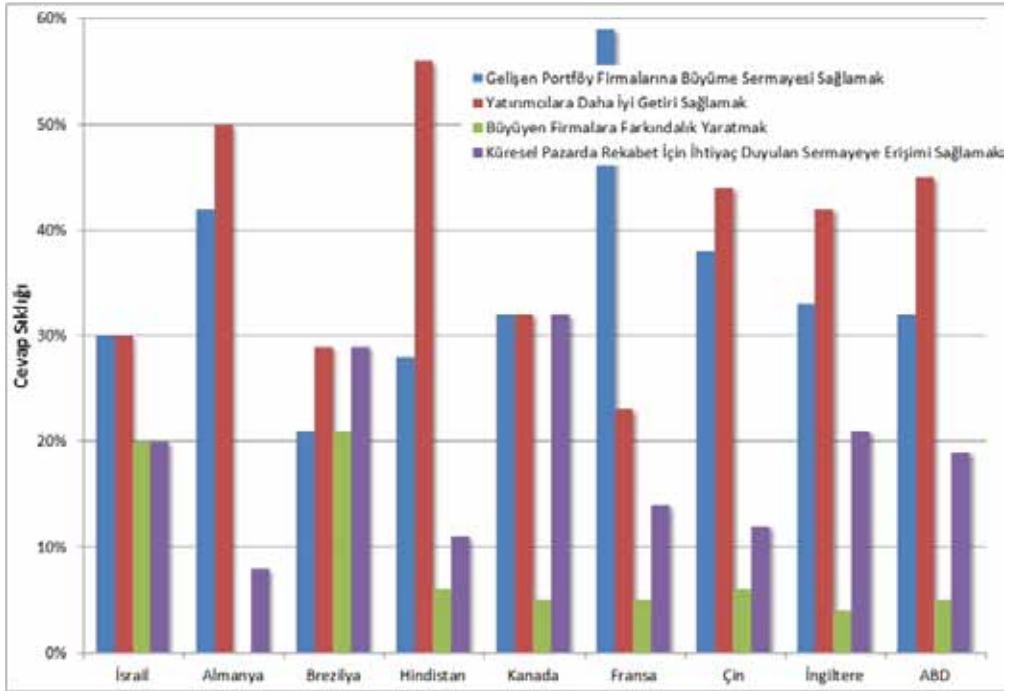
28 NVCA (www.nvca.org). 2011

29 BVCA (www.bvca.co.uk). 2010.

30 Bu açıdan Yeni Türk Ticaret Kanunu’nda bulunan birçok hedefle de örtüşen daha tabana yayılmış bir hisse senedi piyasası bankacılık kesimi dışında da finansman araçlarının yaygınlaşmasını sağlayacaktır.

31 ABD, Kanada, İngiltere, Çin, Fransa, Almanya, Hindistan, Brezilya, İsrail

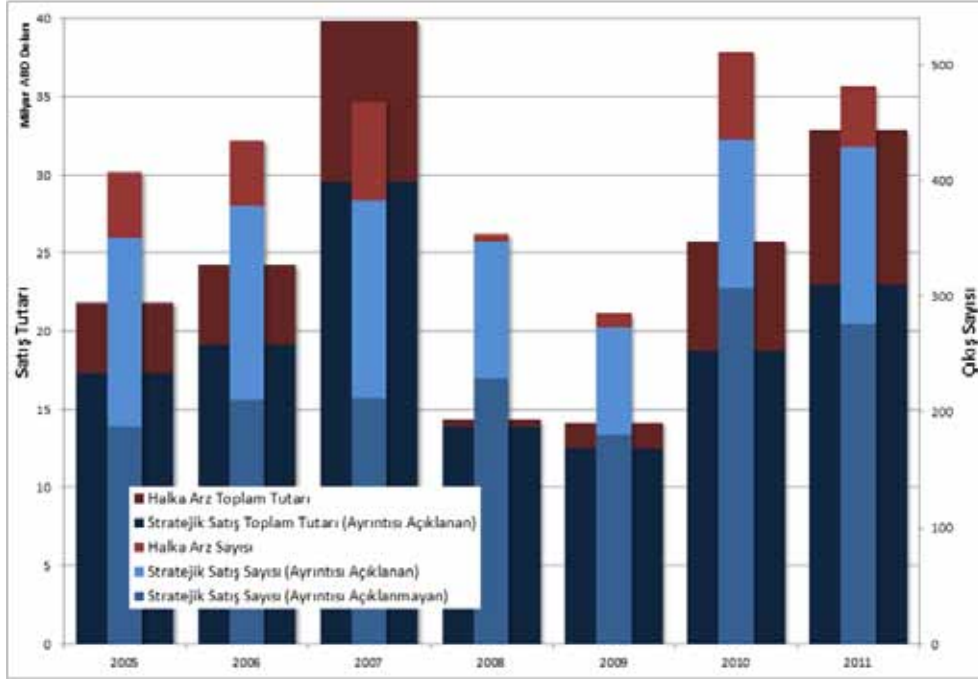
profesyoneli yapılan bir anketin sonuçlarına göre³² katılımcıların %80'i ülkelerindeki halka arz faaliyetlerinin düşük olduğunu ifade etmektedir. Ankete İsrail'den katılanların önemli bir çoğunluğu ve Kanada, Almanya ve İngiltere'den katılanların kayda değer bir kısmı kendi ülkelerindeki halka arz pazarlarını ülkelerindeki girişim sermayesi sektörünün devamı için gerekli görmezken; Hindistan, İngiltere ve ABD dışındaki katılımcıların çok önemli bir çoğunluğu ülkelerindeki girişim sermayesi sektörünün devamı için diğer ülkelerdeki halka arz olanaklarını kritik gördüklerini ifade etmiştir. (Oran Almanya'da %92, İsrail'de %100'e ulaşmıştır.) Aynı ankette katılımcıların ciddi bir çoğunluğu NASDAQ'ı en önemli halka arz kanalı olarak gördüklerini ifade etmişlerdir.



Şekil 13 – Halka Arz İmkanlarının Girişim Sermayesinin Başarısına Etkisi ³¹

Doğal olarak benzer ürün ve hizmetler sunan girişim sermayesi yatırımı almış firmalardan çok azı için borsaya arz bir çıkış yolu olmaktadır. Pek çok diğer firma için artan oranda stratejik bir alıcıya satış önemli bir çıkış alternatifi haline gelmeye başlamıştır. (Şekil 14) Halka arzın maliyeti, öngördüğü süre ve riskler dikkate alındığında pek çok girişim sermayesi fonu için stratejik bir alıcıya satış önemli bir likidite alternatifi haline gelmiştir. Girişim sermayesi fonunun yönetici ortağı için, yatırımda kalınan süreyi kısaltarak portföyün getirisini yükseltecek karlı ve hızlı bir çıkış oldukça cazip bir seçenektir. Stratejik alıcı olan çoğu büyük firma için ise küçük yaratıcı firmaların sağladığı yeni ürün ve hizmetler ve dolayısı ile sağlanan yenilikçi fikri mülki haklar rekabetçiliklerini arttıracak zengin bir kaynak olarak görünmekte, bu algı stratejik satın almaları sürüklemektedir. Son dönemde küçük firmalarda çalışan yetenekli insan kaynağına erişim de stratejik alıcılar için önemli bir motivasyon unsuru haline gelmektedir.

32 Global Trends in Venture Capital : State of the IPO Market, Deloitte ve NVCA.



Şekil 14 – ABD’de Erken ve Büyüme Aşamaları Girişim Sermayesi Yatırım Çıkışları (Sayı ve Miktarlar) ³³

İleri aşama girişim sermayesi fonları yatırım yaptıkları işletmelerin pazar değerlerini verimlilik, finans yönetimi, satın alma, birleşme, yeni yatırım vb. performans geliştirici stratejilerle ve çok sıklıkla ilave finansman kaynaklarının (banka kredileri vb.) sağladığı kaldıraç ile arttırmaya odaklanmaktadır. İleri aşamalarda pazarın durumuna bağlı olarak yatırımdan 3-4 yıl içerisinde çıkmak hedeflenmektedir. Buna karşılık; erken aşama girişim sermayesi fonları ise çoğu zaman yeni oluşan bir pazardaki olası fırsatı değerlendirmek üzere, hem geliştirme hem de uygulama risklerini beraber taşıyan konularda 5 - 7 yıla kadar yatırımda kalmayı göze alarak genç firmalara yatırım yapmaktadır. Çoğu zaman genç firmalar tüm faaliyetlerinde yakın ilgi ve takibe ihtiyaç duymakta, bu nedenle de erken aşama girişim sermayesi fonları çoğunlukla yönetici ortakların tecrübe ve bilgilerine göre belirli bir sektör, teknolojik alan ve bölgeye odaklanmayı tercih etmektedir. Erken aşama girişim sermayesi fonları tarafından yapılan yatırımların %40’nın başarısızlıkla sonuçlandığı, %40’nın ortalama getiriler elde edebildiği; geriye kalan %20’lik kısmının yüksek getiriler elde edebildiği de dikkate alındığında yönetici ortakların bu beklentiye uygun profilde bir portföyü oluşturabilecek yetkinliğe sahip olması beklenmektedir. Özellikle geliştirdikleri ürün ve hizmetler yeni teknolojilere dayalı olan genç firmaların, başlangıçtan çıkışa kadar ciddi dış finansmana ihtiyaç duyduğu da dikkate alınırsa (Tablo 1), girişim sermayesi fonlarının riski taşıyabilmek için farklı aşamalarda yatırım yapan başka fonlarla beraber var olduğu ve farklı kamu programlarının uygun aşamalarda doğru modellerle³⁴ riski azaltacak şekilde finansman sağladığı bir değer zinciri üzerinde faaliyetlerini yürütebilecekleri bir ortama ihtiyaç duydukları açıktır.

³³ NVCA (www.nvca.org) .2011?

³⁴ Connel, David (2006) "Secrets" of the World's Largest Seed Capital Fund: How the United States Government Uses its Small Business Innovation Research (SBIR) Programme and Procurement Budgets to Support Small Technology Firms. Centre for Business Research, University of Cambridge.

Uygulama	"Tipik" Finansman İhtiyacı (milyon \$)	Tipik "Çıkış" ³⁵ Süresi (yıl)
Yazılım	15 – 25	3 – 5
Donanım	25 – 80	4 – 5
Biyomedikal Cihazlar	20 – 100	4 – 7
Biyofarma	75 – 250	5 – 9
Malzeme - Plastikler	50 – 150	6 – 10

Tablo 1 – Amerika'da Tipik Teknoloji Alanlarında Yatırımcı Çıkışına Kadar Nakit İhtiyacı³⁶

NVCA verilerine göre 2010 yılı itibarıyla, 2002 - 2010 yılları arasında ABD'de kurulmuş 791 girişim sermayesi fonundan halen faaliyette olan ve asgari \$5 milyon seviyesinde yatırım yapan 462 girişim sermayesi fonu bulunmaktadır. Bu fonların halen yönettiği toplam fon \$176,7 milyar olup, ortalama fon büyüklüğü \$149 milyondur. Bu fonlar, 2010 yılında 2.749 firmaya toplam \$22 milyar yatırım yapmıştır. Bu firmalardan 1001 tanesi ilk defa girişim sermayesi yatırımı alan firmalardır. Yine NVCA verilerine göre 2011 yılında ABD'de 3.673 firmaya toplam \$28,4 milyar girişim sermayesi yatırımı yapılmış, bu miktarın \$919 milyonu 396 firmaya çekirdek aşama, \$8,3 milyarı ise 1.414 firmaya erken aşama girişim sermayesi yatırımı olarak gerçekleşmiştir. ABD'de faaliyette olan erken ve büyüme aşaması girişim sermayesi fonları genç firmaların \$100.000'dan başlayarak ihtiyaç duyacağı ilk birkaç aşama yatırımı yapabilecek büyüklüğe sahip olarak yapılanmakta, çoğu zaman ileri aşamalarda bir kaç farklı fonun biraraya geldiği konsorsiyumlar olarak yatırım yapmaktadır.

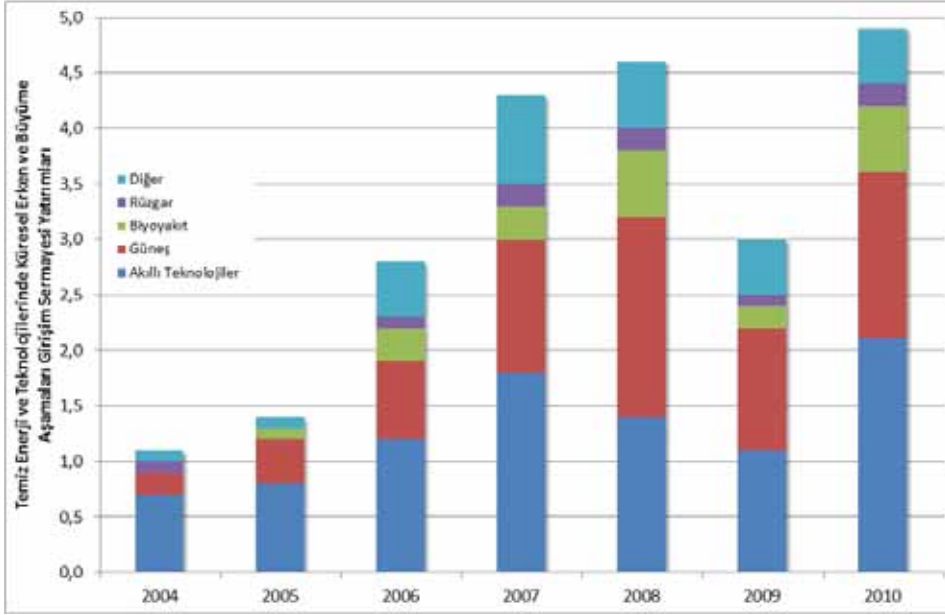
Yine NVCA'nın bir çalışmasında³⁷ yer alan verilere göre 1990 - 2005 döneminde ABD'de girişim sermayesi tarafından desteklenen firmaların %25'i göçmen girişimciler tarafından kurulan firmalardır. 2005 yılında, yüksek teknoloji imalat sektöründe bu oran %42, bilişim teknolojilerinde %24 ve yaşam bilimlerinde %21 olmuştur. Göçmen girişimcilerin ABD'de girişim sermayesi desteği ile kurduğu şirketler yüksek teknoloji sektörlerinde 2005 yılında 280.000'in üzerinde yeni istihdam yaratmıştır. Bunlardan 19.000'i yaşam bilimleri alanında faaliyet gösteren firmalarda yaratılan istihdamdır. 2005 yılında kurulan girişim sermayesi destekli yüksek teknoloji firmaların %45'i Hindistan, İsrail ve Tayvan'dan gelen göçmen girişimciler tarafından kurulmuştur.

Girişim sermayesi fonları özellikle bilgisayar, yazılım, biyoteknoloji, tıbbi cihazlar, temiz enerji, iletişim, internet gibi taze sektörlerin gelişmesinde kilit roller üstlenmektedir (Şekil 15). Dünya uygulamalarına bakıldığında yüksek teknoloji sektörlerinde üretim yapan ve hizmet veren pek çok firmanın girişim sermayesi yardımıyla uluslararasılaşma altyapılarını profesyonel düzeyde geliştirme imkanı elde ettiği görülmektedir.

35 Halka arz veya stratejik satın alma yolu ile.

36 Miller, F.W. (ODTÜ 2008 Sunumu) Angels, Venture Capitalists and Entrepreneurs.

37 Anderson, Stuart ve Platzer, Michaela. (2006) American Made : The Impact of Immigrant Entrepreneurs and Professionals on US Competitiveness. NVCA.



Şekil 15 – Girişim Sermayesinin Temiz Enerji ve Teknolojiye Destek ve İlgi Artmaktadır³⁸

Girişim sermayesi sektöründe uluslararası eğilimleri belirlemek için yapılan anketlerde³⁸ önümüzdeki 5 yılda girişim sermayesi yatırımlarının yazılım, yeni/sosyal medya, biyofarma, medikal cihazlar, temiz teknolojiler, bulut bilişim teknolojileri ile sağlık hizmetleri sektörlerine ağırlık vereceği görülmektedir. İngiltere³⁹ ve İspanya'da⁴⁰ yapılan çalışmalar özellikle dinamik pazarları olan sektörlerde girişim sermayesi yatırımları ile desteklenen firmaların iş gücü verimliliği ve sermaye etkinliği açısından diğer firmalara oranla daha başarılı olduklarını ortaya koymuştur. Erken ve büyüme aşaması girişim sermayesi fonlarının yönetici ortaklarının teknoloji konusundaki uzmanlıklarının firmanın başarısında önemli katkısı olduğu görülmektedir.⁴¹ Tüm varlıklarının kayda değer kısmını yenilikçi faaliyetlerde kullanan yüksek yenilikçi firmaların daha hızlı büyüdükleri, pazar paylarını daha hızlı artırdıkları ve bulundukları bölgelerdeki diğer firmalara dolaylı etkileri olduğu farklı çalışmalarla ortaya konulmuştur. Girişim sermayesi yatırımları ile desteklenen firmaların yenilikçilik konusunda emsallerine göre daha yüksek performans gösterdikleri⁴², buna ilave olarak kamu tarafından desteklenen girişim sermayesi fonlarının yatırım yaptığı firmaların bu konudaki performanslarının da diğer girişim sermayesi yatırımı alan firmalardan olumlu yönde ayrıştığı⁴³ yapılan çalışmalarla görülmüştür.

Erken ve büyüme aşaması girişim sermayesi fonları için başarı kriteri halka arz veya doğrudan alıcıya satış olarak tanımlanmıştır. Bir çalışmanın⁴⁴ bulgularına göre; 1986 - 2000 yılları arasında, ilk defa

³⁸ Science and Engineering Indicators (2012). NSF

³⁹ NESTA/BVCA (2009). From Funding Gap to Thin Markets: UK Government Support for Early-Stage Venture Capital.

⁴⁰ Marti, Jose ve Alemany, Luisa (2006). Productivity Growth in Spanish Venture-Backed Firms. Venture Capital in Europe. Gregoriou, Kool ve Kraeussl editörler, Elsevier, Ekim 2006.

⁴¹ Dimov, D. Ve De Clercq D. (2006) Venture Capital Investment Strategy and Portfolio Failure Rate: A Longitudinal Study. Entrepreneurship Theory and Practice. v. 30, s. 2. 2006.

⁴² Ueda, M. Ve Hirukawa, M. (2008). Venture Capital and Industrial "Innovation".

⁴³ Brander, J.A., Qianqian D. Ve Hellman T. (2010). The Effects of Government-Sponsored Venture Capital: International Evidence. NBER Working Paper Series. w16521.

⁴⁴ Kaiser, Kevin M.J. ve Westarp, Christian (2010). Value Creation in the Private Equity: And Venture Capital Industry. INSEAD Working Paper No. 2010/19/FIN.

girişimci olan bir kurucunun yer aldığı firmaların başarı oranı %18; daha önceden başarılı bir girişimi tamamlamış tecrübeli bir girişimcinin yer aldığı firmaların başarı ortalamasının %30, daha önceden başarısız olmuş olan girişimcinin yer aldığı firmanın başarılı olma oranının ise %20 olduğu hesaplanmıştır. Sonuçlar arasında en ilgi çekici olanı daha önceden başarısız bir girişim deneyimi yaşamış olan girişimcilerin yer aldığı firmaların yeni girişimcilere oranla az da olsa nispeten daha başarılı olma olasılığı bulunmasıdır.

2011 yılında, ABD'deki girişim sermayesi sektörüne ait 2008 - 2010 verileri üzerinden yapılan bir çalışma⁴⁵; girişim sermayesi fonları tarafından desteklenen firmaların yatırılan her \$1'in \$6,27 gelir yarattığını, GSMH'nın %0,2'sinden az bir orana isabet eden toplam yatırımların ABD'nin GSMH'nın %21'sini oluşturan firmaların gelişimini desteklediğini göstermektedir. Bu firmaların 2010 yılında, ABD'de 11,87 milyon kişiye (özel sektör istihdamının %11'i) istihdam ve \$3,1 trilyon gelir (GSMH'nın %21'i) yarattığı hesaplanmıştır. Aynı çalışmaya göre yazılım, biyoteknoloji, yarı iletken-elektronik, bilgisayar ve telekomünikasyon sektörlerinde girişim sermayesi tarafından yatırım alan firmalar, sektörlerindeki toplam istihdamın %50 - %90'ını, toplam gelirin %50 - %90'ını yaratmaktadır.

Girişim sermayesi yatırımlarının yüksek katma değer yaratarak ekonomik gelişmeye katkısına istinaden pek çok ülkede girişim sermayesi sektörünün gelişmesini teşvik edecek farklı modeller uygulanmıştır. Diğer ülkelerdeki uygulamaların incelenmesi, Türkiye'de girişim sermayesi ekosisteminin tasarlanmasında önemli katkılar sağlayacaktır. Ancak, diğer ülkelerde yaşanan tecrübelerin o ülkenin kendi dinamikleri ve özgün fırsatlarının yanı sıra, kendine özgü iş kültürlerinin de bir sonucu olduğu unutulmamalıdır. Silikon Vadisi Stanford Endüstri Parkı'nın başarısında teknoloji sektörlerinde başarı ile gelişen sanayi ve üniversite işbirliği kadar, emeklilik fonlarının NASDAQ'da girişim sermayesi kullanmış firmalara yatırım yapabilmelerine imkan sağlayan hukuki altyapının varlığının da katkısı vardır. Yaygın inancın aksine Amerika'daki SBIR (Small Business Innovation Research) programı girişim sermayesi sektörünü başlatmamış, ancak erken aşama girişim sermayesi fonları için teknolojik olgunluğa ulaşmış pek çok yatırım adayı firmanın gelişimine tetikleyici olmuştur.⁴⁶ Farklı ülkeler de kendi şartlarına özgü farklı modellerle girişim sermayesi sektörünün gelişmesi için uygun ortamların yaratılmasına katkıda bulunmuştur.⁴⁷ İsrail'de girişim sermayesinin gelişmesinde doğru kurgulanan kamu müdahalesi kadar, aynı dönemde Rusya ve Doğu Avrupa'dan çoğu temel ve uygulamalı bilimlerde uzman yüksek yeteneklerde 1,5 milyon kişinin İsrail'e göç etmiş olması da önemli bir etken olmuştur.

2.4. Girişim Sermayesi: Modeller, Uygulamalar ve Araçlar

Girişim sermayesi, varlık sınıfının risk ve sorumluluklarını taşıyabilecek gelişmiş yatırımcılar için riskin profesyonel bir yönetim altında paylaşıldığı kolektif bir yatırım aracıdır. Yatırımcı ortakların yatırıma dair beklenti ve özel ihtiyaçlarını karşılamak üzere ortaklık için istisna haller (örneğin alt grup yatırımcı ortağın fona taahhütlerinin bir kısmı ile oluşturulacak yatırım "pencereleri", bu yatırımcıların tercih edeceği özel profil yatırımlara öncelik verilmesi, bazı yatırımcı ortaklara belirli profildeki yatırımlara katılmama hakkı tanınması, yatırımcı ortakların farklı hisse sınıfları dolayısı ile kar ve

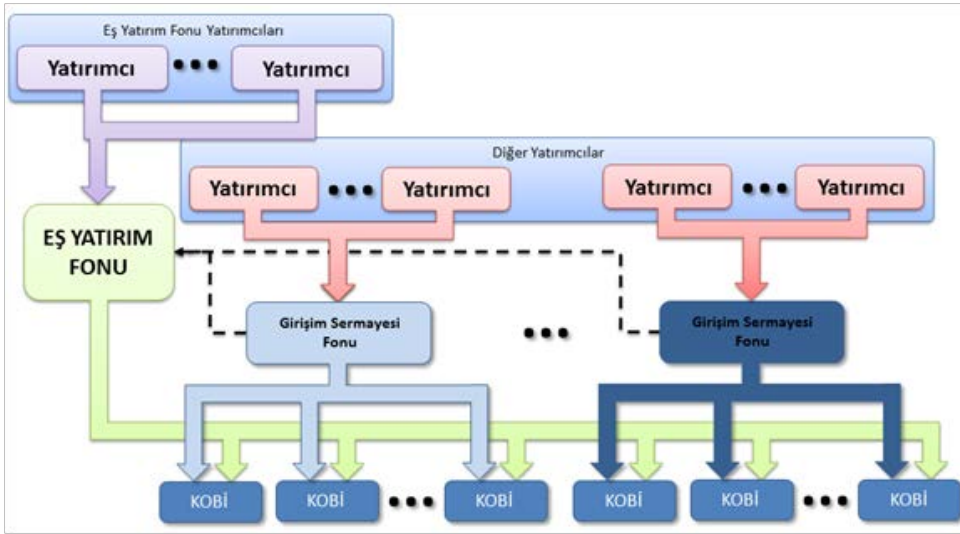
45 Venture Impact – The Economic Importance of Venture Capital-Backed Companies to the US Economy. (2011) 6. Baskı. IHS Global Insight and NVCA.

46 http://blogs.findlaw.com/free_enterprise/2009/04/sbir--the-small-business-innovation-research-program-venture-capital-and-eligibility.html (Şubat 2012'de erişilmiştir)

47 Israel's Army of Tech Start-ups. Financial Times s.14, 1 Aralık 2011.

temsilde özel haklara sahip olması vb.) katılım sürecinde tanımlanabilse de pek çok yatırımcı ortak, tüm yatırımcı ortakların yatırım üzerinde eşit hak ve sorumluluklar üstleneceği “pari passu” (eşit hak – eşit sorumluluk) modelleri tercih etmektedir. Girişim sermayesi yatırımlarında temel performans kriteri yatırımcı ortakların sağladığı fonun, yönetici ortağın yönetiminde kaldığı sürede yatırımlar ile yarattığı getiridir. Bu modeli karmaşıklatacak ilave istisnalar hem yönetici ortaklar hem de yatırımcı ortaklar tarafından tercih edilmemektedir.

Bununla birlikte girişim sermayesi fonları yatırımcıları için girişim sermayesi fonlarına doğrudan yatırımcı olmanın alternatifi olarak iki model öne çıkmaktadır. Bunlardan eş-yatırım fonu (Şekil 16) modelinde fonun önceden işbirliği için anlaştığı bağımsız girişim sermayesi fonları yapacakları yatırımlarda mutabık kalınan masraf katılımı ve yönetim harcı karşılığında fona beraber yatırım yapma hakkını sağlarlar. Bu süreçte mutabık kalınan profildeki yatırımlar söz konusu olduğu sürece eş yatırım fonunun ayrıca bir değerlendirme ve yatırımları seçme hakkı bulunmaz. Bu model özellikle yatırımcıların özel profildeki firmalara (sektör, yaş, bölge vb.) ilave girişim sermayesi yatırımlarını teşvik etmek istedikleri ve portföyün yönetilmesinin yatırımcıların mevcut odağının dışında kaldığı durumlarda tercih edilmektedir. Modelde özellikle kamu açısından mevcut modeller değiştirilmeden girişim sermayesi fonları yatırımlarında istenen profildeki yatırımlara ilave kaynak sağlanarak teşvik edilmekte, böylelikle hedef profildeki firmalara profesyonel yapılar tarafından yönetilen kaliteli finansmanın yönelmesi sağlanmaktadır.

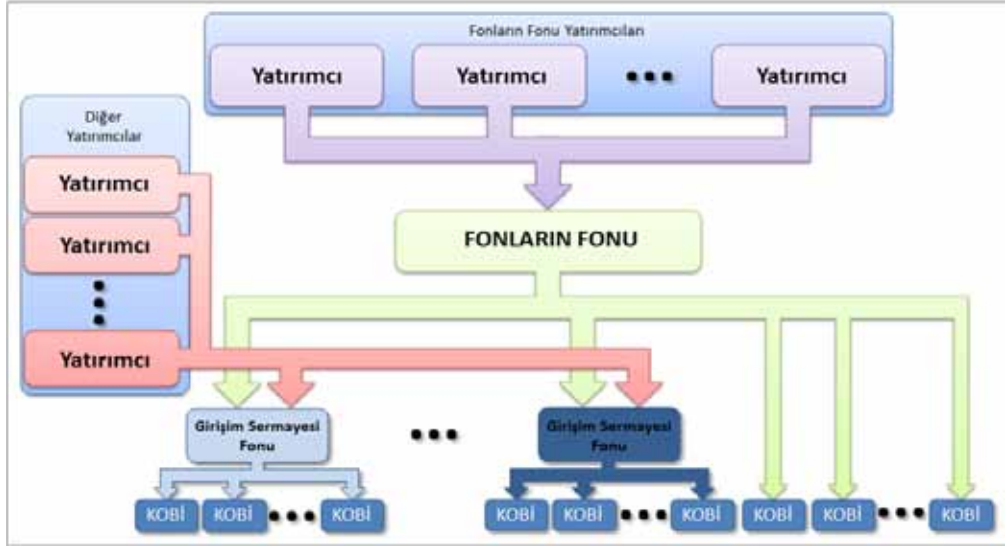


Şekil 16 – Eş Yatırım Fonu Modeli

Diğer bir katılım modeli ise aynı taahhüt miktarı ile daha kapsamlı bir portföy yaratmak isteyen yatırımcı profilinin tercih ettiği fonların fonu modelidir. (Şekil 17) Bu modelde yatırımcılar yatırım yaptıkları bir fon aracılığı ile farklı girişim sermayesi fonlarına yatırımcı olurlar.

Fonların fonu modeli taahhüt ettikleri kaynakla azami portföy çeşitlendirmesi sağlamak isteyen yatırımcılar açısından oldukça cazip bir modeldir. Fonların fonu modeli özellikle hedef girişim sermayesi

pazarını çok yakından takip etmeyen yatırımcılar için kabul edilebilir bir yatırım alternatifi olarak ortaya çıkmaktadır. Kamu yatırımcıları ise sağlanan kaynağın diğer yatırımcıların katılımını tetikleyerek çarpan etkisi yaratması ve bunun sonucunda hedef profildeki firmalar için misli ile girişim sermayesi finansman arı yaratacak olması nedeniyle fonların fonu modellerini bir politika uygulama aracı olarak tercih etmektedir. Zaman zaman, fonların fonu yapılarının portföyde belirli bir oranda esneklik sağlamak ve getiriye yükseltmek için doğrudan firmalara yatırımı içerecek tasarımlar taşıdığı da görülmektedir.



Şekil 17 - Fonların Fonu Modeli

Stratejik politika hedeflerini desteklemek üzere farklı ülkelerde bağımsız yönetilen kamu destekli girişim sermayesi fonu modelinin yaygınlaştığı görülmektedir. 1999 yılında kurulan **In-Q-Tel**⁴⁸, yurt güvenliğini ilgilendiren yeni teknoloji alanlarında⁴⁹ özgün ürün ve hizmetleri geliştirecek girişimci firmaları desteklemek üzere sermayesinin tamamı ABD devletinin ilgili birimleri tarafından sağlanan, kar amacını öncelikli gütmeyen bir girişim sermayesi fonudur. In-Q-Tel profesyonel bağımsız bir takım tarafından girişim sermayesi fonları iyi uygulama esaslarına göre yönetilmektedir. Kamu yatırımcıların fondan getiri beklentisi yurt güvenliği alanında sağlanacak yeni ürün ve hizmetlerin başarı ile ticarileşmesi olarak tanımlanmıştır. In-Q-Tel, kar amacı gütmeyen bir fon olmasına rağmen, yönetici takım desteklenen firmaların başarısı üzerinden belirlenen primlerle ödüllendirilmektedir.

Malaysian Lifesciences Capital Fund⁵⁰, Malezya Hükümeti'nin bilgi ekonomisine geçiş sürecinde Malezya'yı uluslararası araştırma faaliyetlerinin sonuçlarının ticarileştiği bir cazibe merkezi haline getirmek için yaşam bilimlerindeki girişimci firmalara yönelik bir fondur. \$150 Milyon büyüklüğündeki fon halen MTDC⁵¹ ve Amerikan Burill & Co.⁵² tarafından ortaklaşa yönetilmektedir.

48 <http://www.iqt.org>

49 http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2005/08/14/AR2005081401108_pf.html (Şubat 2012'de erişilmiştir.)

50 <http://www.mlscf.com>

51 <http://www.mtdc.com.my>

52 <http://www.burillandco.com>

Fransız hükümeti, 2011 yılında yenilikçi bilişim ürün ve hizmetleri geliştiren KOBİ'lere yatırım yapmak üzere €400 milyon büyüklüğünde yeni bir girişim sermayesi fonunu CDC Enterprises⁵³ tarafından yönetilmek üzere kurmuştur.⁵⁴

Innovation Network Corporation of Japan (INCJ)⁵⁵, Japon hükümeti ve özel şirketlerin bir araya gelmesi ile 2009 yılında 15 yıl süre ile faaliyet yürütmek üzere kurulmuş bir yatırım fonudur. Japon hükümetinin daha önce başarısızlıkla sonuçlanan benzer iki girişiminden alınan derslerle INCJ tamamen bağımsız bir yönetime sahip olarak tasarlanmıştır. INCJ, Japon Hükümeti'nin sanayi politikasına uygun olarak belirlenmiş stratejik teknoloji alanlarında hem firmalar hem de üniversitelerde oluşan yeni fikri mülkiyetin ticarileşmesini sağlayacak uygun yatırımları desteklemek üzere kurulmuştur. INCJ, ¥10 milyarı 19 özel Japon firmasından olmak üzere; toplam ¥112 milyar sermaye ile kurulmuş, Japon Hükümeti buna ilave olarak INCJ'ye ¥1.800 milyar karşılığı kefalet de taahhüt etmiştir. INCJ, teknoloji ve pazar stratejisinin belirleyeceği ihtiyaçlara göre Japonya dışındaki firmalara da sermaye karşılığı yatırım yapabilecek esnek bir iş modeline sahiptir. INCJ, bugüne kadar ekran ve yarı iletken işlemci sektörlerinde Japon firmaları arasında gerçekleşen konsolidasyonlar sonucunda ortaya çıkan yeni teknoloji girişimlerini de finanse etmiştir.^{56,57}

Innovation Fund Ireland⁵⁸, İrlanda'nın ulusal yenilik ajansı Enterprise Ireland tarafından yönetilen İrlanda Hükümeti'nin ve İrlanda Ulusal Emeklilik Fonu'nun sağladığı €125'şer milyonluk kaynakla oluşturulmuş bir fondur. Fonun amacı erken aşama girişim sermayesi konusunda İrlanda'yı uluslararası bir merkez olarak öne çıkarmaktır. Fon, uluslararası düzeyde tanınan girişim sermayesi fon yöneticisi firmalara, Avrupa merkezlerini İrlanda'da kurmaları karşılığında sermaye sağlamaktadır. Desteklenecek fon yöneticilerinin, geçmişte yatırımcılardan yeterli taahhüt alarak fon kurmak ve yatırımcılara tatmin edici kazançlar sağlamak konusunda uluslararası düzeyde bilinen üstün performans göstermiş olmaları beklenmektedir. Fon yöneticilerinden uluslararası üstün yetenekli girişimcileri İrlanda'ya çekebilecek bilinirlik ve ilişki ağlarına sahip olmaları ve kuracakları fonun önemli bir kısmını İrlanda'da faaliyet gösteren firmalara yatırımları beklenmektedir. 2011 sonu itibarı ile 3 fona €60 milyon taahhüt gerçekleştirilmiştir.

LEGACY VENTURE FONU ^a

1999 yılında kurulmuş olan Legacy Venture fonu, girişim sermayesi ile filantropiyi birleştiren bir iş modeli uygulamaktadır. Buna göre fona "üye" olan yatırımcılar fondan tüm geri dönüşleri baştan belirleyecekleri kar amacı gütmeyen bir hayır misyonuna bağışlamayı kabul etmektedir. Bu misyon ile oluşan marka "üye" lerin ilişki ağları, zaman ve bilgilerini misyona uygun paylaşımlarını ve fonun daha iddialı girişim sermayesi fonlarına yatırımcı olmasına imkan sağlamaktadır. Fon bugüne kadar \$1 milyar üzerinde yatırım yönetmiştir.

^a legacyventure.com

⁵³ <http://www.cdcentreprises.fr>

⁵⁴ <http://www.telecompaper.com/news/france-launches-venture-capital-fund-for-ict-smes> (Mart 2012'de erişilmiştir.)

⁵⁵ <http://www.incj.co.jp>

⁵⁶ Revitalisation of Industry Moves up in Japan's Agenda. Financial Times, 9 Şubat 2012. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/e062c330-5306-11e1-950d-00144feabdc0.html#axzz1naX6trhW> (Şubat 2012'de erişilmiştir.)

⁵⁷ <http://techcrunch.com/2011/11/15/japan-display-inc-sony-toshiba-hitachi-finalize-deal-to-merge-display-units/> (Şubat 2012'de erişilmiştir.)

⁵⁸ <http://www.enterprise-ireland.com/en/Invest-in-Emerging-Companies/Investors/Innovation-Fund-Ireland/>

Russian Venture Company⁵⁹, Rus Hükümeti tarafından Rusya'daki erken ve büyüme aşaması girişim sermayesi sektörünün gelişimini desteklemek üzere 2006'da kurulmuş, %100'ü kamu varlıkları yönetici şirketi Rosimuscchestvo'ya ait bir fonların fonudur. Rus Hükümeti'nin fona toplam taahhüdü \$ 983 milyon civarındadır. Fonların fonu tarafından desteklenen fonların bazıları Moskova yakınlarında kurulmakta olan Skolkova Teknoloji Şehri'nde⁶⁰ aktif olarak faaliyet göstermektedir. Rusya'da girişim sermayesi yatırımlarına, diğer sermaye yatırımlarına göre ilave bir teşvik sağlanmamakla birlikte, Skolkova bölgesinde uygun içerikte faaliyet gösteren yenilikçi firmalara 10 yıla kadar vergi tatili sağlanmaktadır.⁶¹

Suzhou Venture Group ve CDB Capital'ın ortaklığında 2010 yılında Çin'in halen en büyük girişim sermayesi fonların fonu olarak kurulmuş olan **Oriza Capital** fonu, Şangay yakınlarında kurulmakta olan teknoloji şehirde yer alan firmalara girişim sermayesi sağlayacak fonlara sermaye katkısı sağlamak üzere faaliyet göstermektedir. Fonların fonunun büyüklüğü ¥5 milyardır.

1948 yılında İngiliz Hükümeti tarafından kurulmuş olan **CDC**⁶², az gelişmiş veya gelişmekte olan ülkelerde özel girişimi destekleyen girişim sermayesi fonlarına yatırım yapan kar amacı gütmeyen bir fonların fonudur. 2011 yılı itibarı ile CDC'nin net varlıkları £2,8 milyara ulaşmış olup, fon 1995 yılından beri İngiliz Hükümeti'nden herhangi bir katkı almamaktadır. CDC halen 70'i aşkın ülkede 1.000'den fazla firmaya yatırım yapmış 74 fonda yatırımcı olarak yer almaktadır.

Son yıllarda sosyal sorumluluk alanında artan farkındalık kamunun dışındaki yatırımcıların da salt mali getiri dışındaki beklentiler ile girişim sermayesi modelini farklı hedeflerle kullanmalarını teşvik etmeye başlamıştır. Bu anlamda kurulan "triple bottomline" fonlar^{63, 64} yatırımcıları için mali getiri kadar sosyal ve sürdürülebilirlik konusundaki etkiyi de yatırım stratejilerinde dikkate almaya başlamıştır. Son dönemde uluslararası büyük vakıfların da girişim sermayesi yöntemleri ile program yatırımları konusunda daha aktif davrandıkları görülmektedir. Bu vakıflar zaman zaman girişim sermayesi modeli üzerinden ticari yatırımcılarla birlikte ancak misyonlarına uygun ticari olmayan beklentilerle hareket etmektedirler.⁶⁵

Farklı ülkelerden, farklı düzenleyici finansal rejimlerde yerleşik yatırımcı ve yönetici ortakların bir araya geldikleri girişim sermayesi fonlarındaki karşılıklı hak ve sorumluluklarının güvence altına alınabilmesi için, girişim sermayesi fonunun yönetim modellerini standart usul ve esaslara bağlamak üzere fonun tüm tarafların mutabık kalacağı bir düzenleyici mevzuata uygun olarak kurulması ve kayıt olması standart bir uygulama haline gelmiştir. Fonun hangi düzenleyici rejime göre faaliyet göstereceğine ilişkin bilgiler girişim sermayesi fonunun kuruluş aşamasında kullanılan tanıtım bilgilerinde de açıkça yer alır. Kullanılacak girişim sermayesi yatırım aracı olarak nitelenecek bu çerçeveye uygunluk gerekleri, herhangi bir girişim sermayesi fonunun kuruluşundaki en önemli maliyeti ve riski oluşturur. Söz konusu bu maliyet ve riskler uluslararası kurumsal yatırımcıların kendilerini yeterince uzman hissettikleri standart haline gelip yaygın kabul gören uluslararası araçları

59 <http://www.rusventure.ru>

60 <http://www.sk.ru>

61 <http://us.practicallaw.com/0-500-4564?source=relatedcontent#a132463> (Şubat 2012'de erişilmiştir.)

62 <http://www.cdcgroup.com>

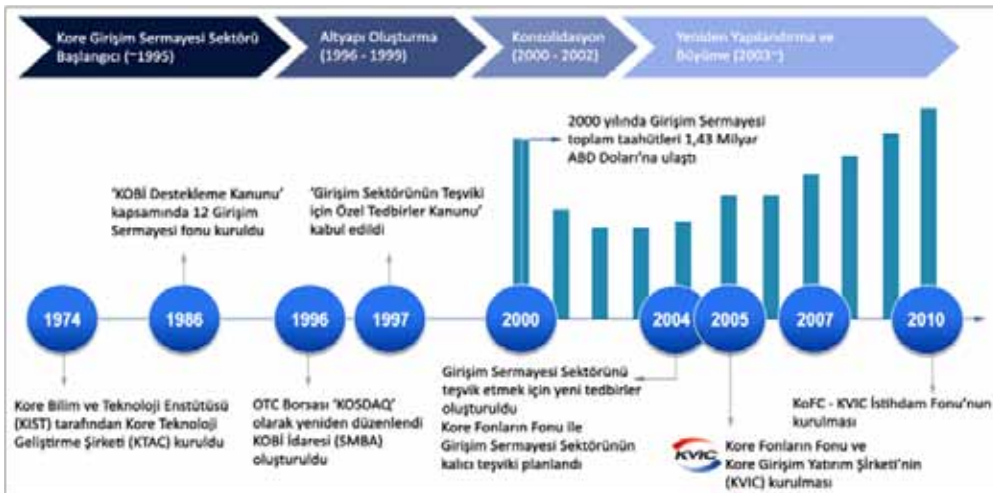
63 http://www.businessweek.com/smallbiz/content/mar2009/sb20090330_622387.htm (Şubat 2012'de erişilmiştir.)

64 <http://www.tbcapital.com>

65 http://trustsandestates.com/wealth_watch/gates-foundation-venture-philanthropy1230/ (Şubat 2012'de erişilmiştir.)

tercih etmeleri sonucunu doğurmaktadır. Böylesi araçlardan birisi Lüksemburg'da⁶⁶ yerleşik olarak fonlar için kullanılabilen ve 2004 yılında kabul edilen mevzuatta tanımlanan SICAR ("Societes d'Investissement en Capital a Risque") yatırım aracıdır. SICAR modeli 2007 yılında yeni bir yasa ile SIF ("Specialized Investment Funds") modeli ile geliştirilmiştir. SIF modeli ile "sofistike" yatırımcılara risk yönetimi konusunda ilave esneklikler sağlanmıştır. Lüksemburg düzenleyici otoritesi CSSF'in SIF, nezaret eden banka ve idari murakıp şirket ile fonun kurul üyelerini onaylaması gerekmektedir. Model Lüksemburg'da yerleşik gelişmiş fon yönetim hizmetleri sektöründen faydalanmaktadır. Lüksemburg yasalarına göre bir şirket olan SICAR ile fon olan SIF yatırımcıları için çok düşük vergi ve harç maliyetleri oluşmaktadır. Örneğin SIF için bu maliyet net varlıkların yıllık %0,01'idir. Ayrıca, yatırımcılar Lüksemburg'un diğer ülkelerle olan çifte vergilendirmenin önlenmesi anlaşmalarından da faydalanmaktadır.

Her ne kadar, Lüksemburg ve benzeri yatırım araçları uluslararası düzeydeki gelişmiş yatırımcıların beklentilerin karşılama da, pek çok ülke özellikle erken ve büyüme aşamalarındaki yatırımları politika önceliklerin uygun teşvik edebilmek üzere kendi araçlarını alternatifler olarak sunmaktadır. Bu sayede, özgün yerel araçlara sağlanan farklı teşvik ve destekler ile hedef yatırımcı profillerinin harekete geçirilmesi ve hedef firma profillerinin girişim sermayesi yatırımları konusunda desteklenmesi gibi seçici farklılaşmalar sağlanabilmektedir. Türkiye'de halen girişim sermayesine yönelik mevcut tek araç SPK'nın düzenlediği Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları'dır.⁶⁷



Şekil 18 – Kore'de Girişim Sermayesi Sektörü Gelişiminde Kamu Rolü'nün Gelişimi⁶⁸

66 2010 yılında "Special Investment Fund" (SIF) olarak Lüksemburg'da kayıtlı fon sayısı 2,387'e, bu fonların varlıklarının toplam büyüklüğü ise 289,3 Milyar \$'a ulaşmıştır. Bu rakamlar bir önceki yıla göre kayıtlı fon sayısında %30'luk bir artışa işaret etmektedir. (<http://www.custodyrisk.net/icfa/news/2044952/luxembourg-domiciled-funds-grow-2010>) (Şubat 2012'de erişilmiştir.)

67 GSYO olarak adlandırılan Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları SPK'nın ilgili mevzuatına uygun olarak kurulan ve kayıtlı çıkarılmış sermayelerinin esas kısmını mevzuatta tanımlanan girişim sermayesi yatırımlarında kullanan ortaklıklardır. GSYO'lar, SPK mevzuatına uygun olarak yıllık karlarını yatırımcılara dağıtabilirler. Ancak mevcut mevzuatta özellikle küçük yatırımcıların bu konudaki çıkar ve beklentilerini koruyacak bir yapıtlım bulunmamaktadır. GSYO'lar, portföy değerlerinin en az %50'sini tanımlanan girişim sermayesi yatırımlarına tahsis etmekle yükümlüdür. GSYO'lar, mevzuatta tanımlanmış limitler içerisinde kalmak koşulu ile girişim şirketlerine halka açık olmayan hisseleri ortak olarak satın almak ve borçlanma araçlarına yatırım yapmak suretiyle finansman yaratırlar. Yine GSYO'lar, yurtdışında ve yurtdışında Türkiye'deki girişim şirketlerine yatırım yapmak amacı ile kurulmuş girişim sermayesi şirket ve fonlarına ortak olabilirler, danışmanlık ve portföy yönetimi hizmetleri sunabilirler. GSYO'lar, faaliyetlerini desteklemek üzere kısa dönemli olarak özsermayelerinin yarısına, uzun dönemli olarak ise iki katına kadar borçlanabilir. GSYO'lar, halka açık ortaklıklar olarak faaliyet gösterebilirler. Bu durumda hisselerin en az %25'ine sahip olacak güçlü ve itibarlı bir lider sermayedar şartı aranır. Çıkarılmış sermaye büyüklüklerine göre aranan asgari halka açıklık oranı %10 - %20 arasında değişir. Alternatif olarak GSYO'lar, sadece nitelikli yatırımcılardan oluşan sınırlı katılımlı ortaklıklar olarak da kurulabilir. Herhangi bir GSYO'da hisse için üst bir sınır yoktur. GSYO'lar, kurumlar vergisi ve kar dağıtımında uygulanması gereken stopaj kesintisinden muafittir. Bunun dışında yatırımcılara ilave bir vergi avantajı öngörmemektedir. Vergi muafiyetleri için de yatırım yapılan girişim şirketlerinde öncelikli bir profil kriteri aranmaz.

68 KVIC – Korea Venture Investment Corporation – www.k-vic.co.kr

Pek çok diğer Doğu Asya ekonomisi gibi Güney Kore'de de girişim sermayesi, sanayi politikasının önemli araçlarından birisi olarak evrimleşmiş ve başlangıçtan itibaren kamu tarafından ciddi bir şekilde desteklenmiştir. Kore bu süreçte farklı politika araç ve modellerini farklı bakanlıkların kontrolünde uygulamış ve geliştirmiştir. (Şekil 18)

Kore'de girişim sermayesinin geçmişi KTAC'ın⁶⁹ 1974 yılında KIST'in⁷⁰ Ar-Ge çalışmalarının çıktılarını ticarileştirmek üzere kurulmasına dayanır. Ancak genel anlamda bir girişim sermayesi teşebbüsünün ilk örneği ise 1981 yılında kurulan KTDC⁷¹ olarak kabul edilebilir.⁷² 1986 yılında çıkan KOBİ Destekleme ve Yeni Teknoloji Girişimleri Finansmanı Desteği yasaları ile girişim sermayesi fonlarının kurulması için ilk mevzuat altyapıları da uygulanmaya başlanmıştır. Yeni Teknoloji Finans ve Yatırım Şirketleri, Finansman Kuruluşları Kanunu'na göre kurulur; Finans ve Ekonomi Bakanlığı tarafından denetlenirler. Faaliyetleri hisse karşılığı yatırım, borç ve kiralama faaliyetleri de dahil olmak üzere klasik bir girişim sermayesi fonundan çok daha kapsamlıdır. Şirketler, kendilerine kaynak yaratmak üzere sermayelerinin 10 katına kadar tahvil çıkararak veya finans kurumlarından doğrudan borçlanabilir ve yeni teknoloji yatırım fonları kurarak, yönetebilirler. Oldukça esnek yapıları nedeni ile de bu firmaların mali performansları girişim sermayesi fonlarına göre çok daha iyidir. Bu firmalardan lisans alabilmek için en az iki sene süre ile faaliyette olmaları beklenir. Bu nedenle de özellikle büyük sermaye firmalarla ilişkili olarak kurulurlar. Yeni Teknoloji Finans ve Yatırım Şirketleri sermaye kazançları vergisinden muaftır. Benzer bir yapı Bilim ve Teknoloji Bakanlığı'nın kontrolünde Kore Teknoloji Bankacılığı aracı ile de yürütülmektedir. KOBİ Destekleme Kanunu'na göre kurulan girişim sermayesi fonları için ise çok daha dar bir faaliyet alanı tanımlanmıştır. Bu şirketler, belirlenmiş sektörlerde faaliyet gösteren ve tanımlanmış profile uyan 7 yaşından küçük KOBİ'lere yatırım yapabilirler. Girişim sermayesi şirketleri asgari ₩10 milyar sermaye ile kurulmak zorundadır. Bu fonlara sermayelerinin %30'unu Kore'de yatırdıktan sonra sınırlı miktarda yabancı yatırımlara aktarmalarına da izin verilmektedir. Bu şirketler de başta sermaye kazançları vergisi olmak üzere farklı vergi teşvik ve muafiyetlerinden yararlanırlar. Ancak, lisanslarını devam ettirmek için kuruluşlarından itibaren 5 yıl içerisinde sermayelerinin %50'sini yatırmış olmaları gerekmektedir. Girişim sermayesi şirketlerinin KOSDAQ'da çıkış gerçekleştirmeleri durumunda halka arzı takip eden 6 ay için söz konusu firmadaki hisselerinin %10'unu tutmak zorunluluğu vardır.

1997 yılında yasalaşan Girişim Sektörünün Teşviki için Özel Kanun ile Kore hükümeti girişim sermayesi şirketlerinin yapıları üzerindeki sınırlamaları hafifletmiş, kanunun işaret ettiği profildeki girişim sermayesi şirketlerine doğrudan ve dolaylı kapsamlı teşvikler sağlamıştır.⁷³ KOTEC⁷⁴ girişim firmalarına kredi garantileri ve teknoloji değerlendirme hizmetleri vermektedir. %75'inden fazlası girişim sermayesi ile ilişkili firmalarca kullanılan binaların emlak vergisi %50 oranında indirilmektedir. Girişim sermayesi tarafından desteklenen bir firma kurmak için görevinden ayrılan herhangi bir kamu çalışanının 3 yıl içerisinde özlük haklarında bir kayıp olmadan görevine dönmeye izin verilmektedir. Kanunla tanımlanmış girişim şirketinin aşağıdaki şartları sağlaması beklenmektedir:⁷⁵

69 Korea Technology Advancement Corporation

70 Korea Institute of Science and Technology

71 Korea Technology Development Corporation

72 Sung-Moon, K. (2001) The Growth and Development of the Korean Venture Capital Industry – Part IV Special Presentation on Korean Experiences. Strengthening Technology Incubation System for Creating High Technology-Based Enterprises in Asia and the Pacific. UNESCAP.

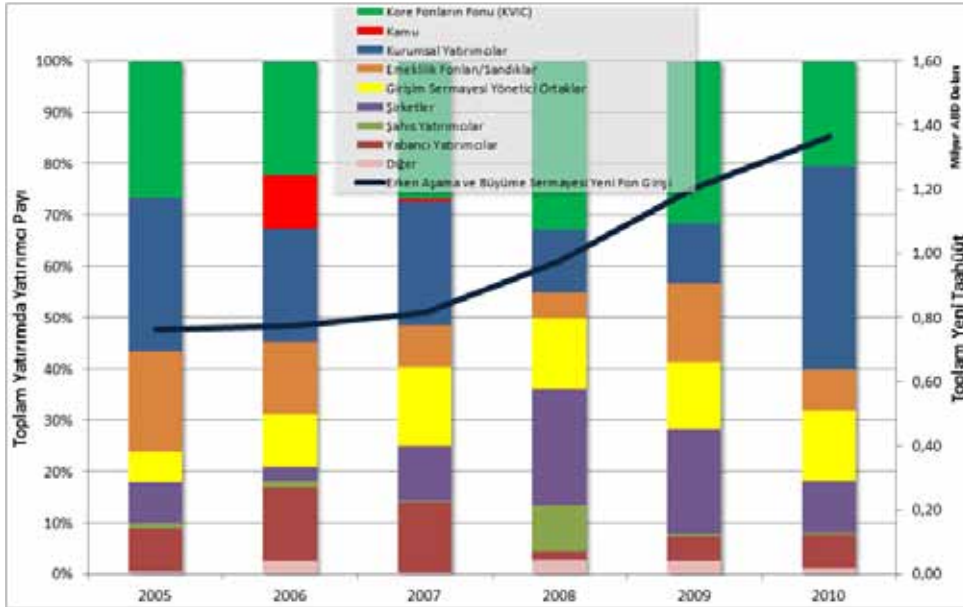
73 Ko, Haksoo ve Shin, Hyun-Young (1999) Venture Capital in Korea? Special Law to Promote Venture Capital Companies. American University International Law Review, v.15, s.2, s.457-480.

74 Korea Technology Finance Corporation

75 Venture Companies in Korea. Invest Korea

- Asgari %10 sermayesine bir girişim sermayesi şirketi/fonu tarafından en az 6 aydır ortak olunmuş,
- Ar-Ge harcaması yıllık asgari ₩50 milyon ve sektörüne göre satışlarının en az %5 - %10'una eşdeğer,
- İş modeline esas olan patent ile korunmuş, tercihen kamu araştırma kurumundan transfer edilmiş, öncelikli yüksek teknoloji.

Girişim sermayesi şirketleri kendi sermayelerinden yatırım yapan şirketler, bu şirketlerin yönettiği fonlar, fonları yönetmek için daha düşük sermaye ile kurulmuş sınırlı sorumlu ortaklıklar ve yönetici şirketler olarak farklı profillerde faaliyet göstermektedir. 2001 yılından itibaren de ulusal emeklilik fonunun girişim sermayesi fonlarına yatırım yapmasına izin verilmektedir. Girişim sermayesi fonlarına ortak olan şahıs ve kurumlar ortaklıklarını en az 5 yıl sürdürmek kaydı ile yatırımlarının %10 - %15'ine⁷⁶ kadar vergi indirimden faydalanmaktadır. Tüm yatırımcılara sermaye kazançları vergisi muafiyeti sağlanmakta ve yatırımcıların firmalardan aldığı nemalar diğer gelirlerinden ayrı oranlarda vergilendirilmektedir.⁷⁷ Son birkaç yılda Kore'de yerleşik yatırımcıların katılımı ile Kore'deki girişim sermayesi sektörünün sağlanan destek ve teşviklerle ciddi bir yükselişe girdiği görülmektedir. (Şekil 19) 2002 ve 2004 yıllarında Girişim Sektörünün Teşviki için Özel Tedbirler Kanunu'nda yapılan eklemeler ile girişim şirketleri arasında stratejik konsolidasyonu özendirmek üzere şirketlerin kendi hisselerini ve birbirlerinin hisselerini almalarını, girişim şirketi statüsü taşımayan firmalar ile hisse takası yapabilmelerini kolaylaştıracak tedbirler alınmıştır.



Şekil 19 – G. Kore Girişim Sermayesi Yatırımcı Profilindeki Değişim ⁷⁸

76 South Korea : Asset Managers (2011) Economist Intelligence Unit

77 Baygan, Günseli (2003) Venture Capital Policy Review : Korea. STI Working Paper 2003/2. OECD.

78 KVIC (www.k-vic.co.kr). 2011

Fransa'da girişim sermayesi yatırımları için kullanılan araçlar, fon modeliyle olanlar FCPR⁷⁹, FCPI⁸⁰ ve FIP⁸¹ ile şirket modeliyle olanlar olmak üzere SCR⁸²'dir. 1983 yılında kabul edilen mevzuata göre kurulan FCPR aracı, Fransa'da yerleşik bir yönetici şirket tarafından yönetilen yatırımcılarının hak ve sorumluluklarının tanımlanmış olduğu bir kolektif yatırım fonu yapısıdır. FCPR yapısında yönetici şirket ve Fransız Maliye Bakanlığı'nın onayladığı Fransa'da kayıtlı çoğunlukla bir banka olan nezaret eden ("custodian") bir kurum bulunmak zorundadır. Bu kurumun sorumluluğu yönetici şirketin FCPR fonu ile ilgili yürüttüğü tüm faaliyetleri denetlemektir.

FCPR yapısı zamanla gelişen Fransız girişim sermayesi pazarının yeni ihtiyaçlarını karşılayacak şekilde evrimleşmiştir. Güncel FCPR yapıları ana fon, farklı aşamalarda yatırım yapmak için kullanılan alt fonlar için bir şemsiye ve hatta fonların fonu yapıları için kullanılabilir. ⁸³ FCPR fonları halka açık veya sadece nitelikli yatırımcılara açık olacak şekilde iki farklı türde asgari €400.000 sermaye ile kurulabilir. Sadece nitelikli yatırımcılara açık modelde raporlama yükümlülükleri daha hafiftir. FCPR'da yatırımcıların sorumluluğu fona yaptıkları taahhüt ile sınırlıdır. Yatırımcıların taahhütleri belirli bir ön ödeme sonrasında FCPR'ın yatırım faaliyetlerine göre gerektiğinde fona ödenir. FCPR'ın kuruluş sözleşmesinde aksi bir hüküm yoksa yatırımcılar FCPR'daki hisselerini devredebilir.

Bir fonun Fransız yatırımcıları için FCPR'da tanınan vergi avantajlarından yararlanabilmesi için,

- Varlıklarının en az %50'sini portföy şirketlerine tahsis etmiş olması (FCPR'ın en az %5 hissedarı olduğu firmalara sağlanan hissedar borçları ve FCPR'ın herhangi bir OECD ülkesinde halka açık olmayan firmalara yatırım yapmak için kurulmuş bir yapıya yaptığı yatırım da FCPR'ın hissesinin karşılık geldiği gerçekleşme oranına göre bu hesaba dahil edilir.),
- Tüm portföy firmalarının herhangi bir AB ülkesi, Norveç ve İzlanda'da kayıtlı olması, herhangi bir portföy firmasındaki hisse oranının %35'ini (yatırım fonundaki hissesi %10'u aşamaz.) aşmaması,
- Herhangi bir portföy yatırımının toplam varlığın %10'undan fazla olmaması,
- Portföy firmalarının halka açık olmaması,
- Portföy firmasının finans ve sigorta sektöründe faaliyet gösteriyor olmaması,
- Herhangi bir yatırımcının FCPR statüsündeki girişim sermayesi şirketinin hissesinin %30'undan fazlasına sahip olmaması gerekleri aranır.

FCPR statüsünü kazanan girişim sermayesi şirketi yatırımlardan elden ettiği gelirler için kurumlar vergisinden muaftır. FCPR aracı ile yatırım yapan Fransız olmayan yatırımcılar, Fransa'daki yatırımlardan elde ettikleri kazançlar için ikamet ettikleri ülke ile Fransa arasındaki vergilendirme hukukuna göre stopaj kesintisine tabidir. Fransa dışındaki yatırımlardan sağlanan gelirler için ise Fransa'da herhangi bir kesinti uygulanmaz. Yabancı yatırımcılar Fransa'da yer alan portföy firmada %25'in üzerinde kar hakkına sahip olmadıkları sürece sermaye kazancı vergisinden muaftır. ⁸⁴

Yönetici şirkete yapılan kar payı dağıtımları ise en düşük sabit orandan sermaye kazancı vergilendirilmesine tabidir. Yönetici şirketin yatırımcılardan aldığı fon yönetim gelirleri de Kurumlar vergisine tabidir.

79 Fonds Commun du Placement a Risques

80 Fonds Commun de Placement dans l'Innovation

81 Fond d'Investissement de Proximite

82 Societe de Capital Risque

83 <http://www.lowtax.net/lowtax/html/offon/france/fravent.html>

84 Private Equity Fund Structures in Europe (2006). EVCA.

FCPR'ın şahıs yatırımcıları için kar dağıtımları yatırımcının herhangi bir portföy yatırımında %25'den fazla hissesi olmaması ve 5 yıl kesintisiz olarak FCPR'da parasını tutması (tekrar yatırımlar dahil) şartı ile miktarından bağımsız olarak sermaye kazancı ve gelir vergisinden muaftır.⁸⁵ Bu şartları sağlamayan şahıs yatırımcılar ise FCPR'dan olan kazançları için gelir vergisini tam, sermaye kazancı vergisini ise en düşük orandan öderler. Yatırımcının FCPR'daki hissesi %10'u geçmediği sürece vergi FCPR'ın dağıtımı yaptığı yıl için tahakkuk eder.

FCPR'dan kazanılan gelir, kurumsal yatırımcılar için FCPR ile ilgili giderler düşüldükten sonra kurumlar vergisine tabidir. Kurumsal yatırımcılar için FCPR'a toplam taahhüdün üzerinde kalan miktarlar için yatırımda 5 yıldan fazla kalmak şartı ile sermaye kazancı vergisi uygulanmaz.

FCPR modeli çoğunlukla nitelikli yatırımcılara uygun olarak tasarlanmıştır. 2004 yılında FCPR modeline bölgesel fonlar için ayrı bir alt yatırım aracı eklenmiştir. Bir coğrafi bölgeye yönelik olarak kurulan ve FIP adı verilen bu araçlarda varlıkların asgari %60'ının uygun yatırımlarda değerlendirilmesi, varlıkların asgari %10'unun 5 yaşın altında genç firmalara yatırılması beklenmektedir. FIP'lerde herhangi bir şahıs yatırımcının hissesi %20'yi, kamu yatırımcının hissesi ise %10'u geçemez. Kamu yatırımcıların toplam hissesi ise %30'u geçemez. Daha çok küçük şahıs yatırımcılar için tasarlanmış FCPI alt aracı ise FIP'e benzer koşullar içermektedir. FCPI'lar için uygun portföy yatırımı kriterleri çoğunluğu şahıslara ait olan, 2000'den az çalışanı olan, son 3 yılda Ar-Ge harcamaları toplamı toplam brüt satışlarının 1/3'ünden az olmayan, ürettiği ürün yenilikçi olarak değerlendirilen firmalardır. FIP ve FCPI'da yabancı ve kurumsal yatırımcılara herhangi bir vergi teşviki öngörülmemiştir. Bununla birlikte şahıs yatırımcılara %25'i veya €12.000 ile sınırlı olmak üzere vergi indirimi imkanı sağlamaktadır.

İspanya'da 25/2005 sayılı yasaya göre faaliyet gösteren girişim sermayesi araçları ile İspanyol ve uluslararası yatırımcılar için önemli vergi teşvikleri ve esnek yapılar sağlanmaktadır.⁸⁶ Bu kapsamda ilk defa fonların fonu modeline uygun bir araç da kullanıma alınmıştır. (İspanya'da kamu destekli NEOTEC fonların fonu da İspanya'da yerli mevzuata tabi olarak kurulmuştur.) Fonlar İspanya'da girişim sermayesi şirketi veya fon olarak faaliyet gösterebilir. Girişim sermayesi mevzuatına tabi araçlar varlıklarının %60'ını portföy firmalarına yapılan yatırımlarda kullanmak zorundadır. Ancak hisse sahibi olunan firmalara borç olarak sağlanan miktarların %30'u da bu yükümlülüğe yönelik hesaba dahil edilebilir. Girişim sermayesi fonu/şirketi tek bir firmaya toplam varlıklarının %25'inden daha fazlası yatırım yapamaz. Herhangi bir girişim sermayesi fonu/şirketi varlıklarının %20'sine kadarını diğer girişim sermayesi fon/şirketlerine yapılan yatırımlarda değerlendirebilir. Ancak yatırım yapılan girişim sermayesi fon/şirketi varlıklarının en fazla %10'unu diğer girişim sermayesi fon/şirketlerine yatırabilir. Fonların fonu olarak kurulan girişim sermayesi yapıları ise varlıklarının en fazla %40'ını tek bir fona yatırabilecek şekilde toplam varlıklarının en az %50'sini girişim sermayesi şirket/fonlarına yatırmak zorundadır. Yönetici şirketler asgari €300.000 sermaye ile kurulmuş İspanya'da kayıtlı firmalar olmak zorundadır. İspanya girişim sermayesi yasası, 20'den az yatırımcısı olan, yatırımcı başına asgari €500.000 yatırım yapılmış girişim sermayesi fon/şirketlerinin sadece nitelikli yatırımcılara açık olarak asgari kamuyu bilgilendirme yükümlülüğü ile faaliyet göstermesine izin vermektedir. Girişim sermayesi yapıları portföy yatırımlarından sağladığı gelirler için sermaye kazancı vergisi ve gelir vergisinden muaftır. Girişim sermayesi yapılarının tüm işlemleri katma değer vergisi ve diğer resmi harç ve vergilerden muaftır. Yabancı yatırımcıların tüm gelirleri İspanya'da her türlü vergiden muaftır. Kurumlar vergisi mükellefi olan İspanyol yatırımcılar yatırımlardan sağlanan kar payları için vergiden muaftır. Şahsi varlık yönetim şirketleri ise yatırımın 1 yıldan fazla elde tutulması şartı ile

85 France Chapter of the Venture Capital Handbook for 2011, Morgan Lewis.

86 The New Legal System for Private Equity and Venture Capital in Spain (2006). ASCRI

düşük vergi oranı ile vergilendirilirler. Şahıs yatırımcılar için ise mevzuatta tanınan herhangi bir vergi teşviği bulunmamaktadır.

Avustralya ve Yeni Zelanda'da da girişim sermayesine yönelik çeşitli vergi teşvikleri uygulanmaktadır.⁸⁷ Avustralya'da uluslararası yatırımcıları çekmek üzere 2002 yılında çıkan yasa ile VCLP⁸⁸'lere ve VCLP'ler yatırım yapan fonların fonlarına (AFOF) ve VCLP yönetim şirketlerine (VCMP) de vergi teşvikleri tanımlanmıştır. VCLP statüsü için portföy yatırımların belirli profilde gerçekleşmesi gerekmektedir. Kanada, Fransa, Almanya, Japonya, İngiltere ve ABD'de vergiden muaf yatırımcılar, aynı ülkelerde kayıtlı AFOF veya VCLP'nin hissesinin %30'undan fazlasına sahip olmayan fonların fonları, Kanada, Finlandiya, Fransa, Almanya, İtalya, Japonya, Hollanda, Yeni Zelanda, Norveç, İsveç, Tayvan, İngiltere ve ABD'de yerleşik ve AFOF veya VCLP'nin %10 hissesinden fazlasına sahip olmayan yatırımcılar sermaye kazancı vergisinden muaftır. Yasa yönetici ortak için yönetim masrafları bedelini gelir olarak vergilendirirken, yönetici ortağın kardan hissesini sermaye kazancı olarak daha düşük bir orandan vergilendirmektedir. Ayrıca yasa ile yatırımcıların VCLP'de tahakkuk eden sermaye kayıplarını ileri yıllara taşıyarak sermaye gelirleri ile mahsup edebilmelerine de olanak tanımaktadır. Erken aşama yatırımlara yönelik kurulan ESVCLP girişim sermayesi yapılarında ise tüm yatırımcılar her türlü kazanca dair vergilendirmeden muaftır. Yeni Zelanda'da 2004 yılında çıkan Girişim Sermayesi Vergi Kanunu, yabancı yatırımcıların yatırımlarından sağladığı tüm geliri her türlü vergiden muaf tutmaktadır. Ayrıca Yeni Zelanda kanunlarına göre kurulan girişim sermayesi ortaklıklarında ortakların tabi olduğu kayıplar iskonto edilerek ileri yıllardaki vergilendirilebilir gelirlerden mahsup edilebilmektedir.

İngiltere'de kurumların girişim sermayesi yatırımlarına yönelmesini teşvik etmek üzere tasarlanan Kurumsal Girişim Sermayesi Programı⁸⁹, Mart 2011'de sona ermiştir. Program kapsamında, finans kuruluşu olmayan firmaların £7 milyon toplam varlığı olan şirketlerin en fazla %30 hissesi için yapacağı yatırımlar teşvik edilmiştir. Yatırım yapan kurumun hisseleri en az 3 yıl tutması durumunda, yatırımın %20'si oranında kurumlar vergisi indirimi, kazancın tekrar yatırımı döndürülmesi durumunda sermaye kazancı vergisi erteleme, sermaye kaybı halinde ise yıllara aktararak ileriki yıllar gelirlerinden düşme imkanı tanınmıştır. AIM'de hisseleri satılan firmalara yapılan yatırımların kapsama dahil edilmesi için istisna tanınmıştır.

Küçük yatırımcıların girişim sermayesi yatırımlarına yönlendirilmesi için etkin araçlardan birisi de halen İngiltere'de aktif olan **"Venture Capital Trusts"**⁹⁰ (VCT) modelidir. VCT'ler değeri £7 milyon altında olan küçük firmalara her bir firma için asgari yıllık £1 milyon veya yıllık yatırımların %15'ine kadar yatırım yapabilirler. Hisseleri halka açık yönetilen yapılar olan VCT modeli, son dönemde tekrar popüler bir politika aracı haline gelmektedir. VCT'lerin hisse satışında %5 ve yıllık %3,5 oranında bir yönetim gideri bulunmaktadır. VCT, yeni hisse satışından itibaren 3 yıl içerisinde sağlanan fonunun asgari %70'ini uygun yatırımlara dönüştürmekle yükümlüdür. Genelde halka açık olmayan firmalara yatırım yapan VCT'lerin AIM'de hisseleri alınıp satılan firmalara da yatırım yapmalarına izin verilmektedir. VCT'nin yaptığı yatırımların %10'nun firmaların yeni çıkardığı hisselerle olması zorunludur. Yapılan yatırımların %30'u hisse dışındaki diğer yatırım ve borç araçlarında kullanılabilir. VCT yöneticisi kalan %30'u ise sabit getiri düşük riskli yatırım araçlarında değerlendirmekte serbesttir. VCT'ler İngiltere'de diğer VCT'ler dahil aktif yatırım programlarından son bir yıl içerisinde toplam £2

87 Stewart, M. (2005). Venture Capital Taxation in Australia and New Zealand. Intellectual Property Research Institute of Australia. Working Paper No. 02/05.

88 Venture Capital Limited Partnerships

89 <http://www.hmrc.gov.uk/guidance/cvs.htm>

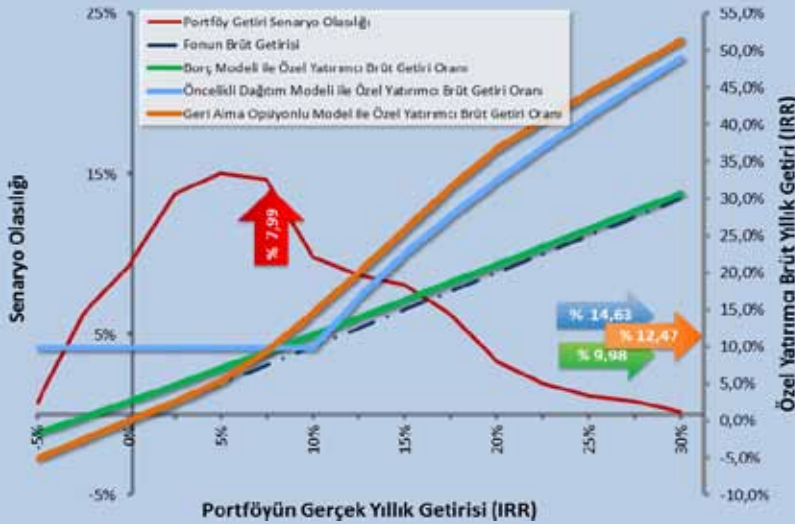
90 Tax Breaks Make Venture Capital Trusts Tempting. The Independent. 26 Eylül 2010.

milyon yatırım alan ve 50'den fazla çalışanı olan firmalara yatırım yapamazlar. VCT'ler gelirlerinin en fazla %15'ini tutabilirler. Buna karşılık, VCT'ye yatırım yapan bir yatırımcı yaptığı yatırımın %30'unu yıllık £200.000 ile sınırlı kalmak ve yatırımı 5 sene tutmak kaydı ile vergiden düşebilir. VCT hisselerinin satışından oluşacak tüm sermaye gelirleri vergiden muaftır. VCT'den sağlanacak diğer gelirlerin tamamı gelir vergisinden muaftır.

2.5. Girişim Sermayesi Modellerinde Kamunun Rolü

Girişimcilik politika alanı, yeni katma değer ve nitelikli istihdam yaratmanın tüm ülkeler için vazgeçilmez bir öncelik olması nedeni ile devletlerin yeni uygulama araçları geliştirdiği bir alan haline gelmiştir. Bu araçlar arasında girişim sermayesi, özellikle zaman zaman kamuya yansıyan ciddi başarı öykülerinin yarattığı yüksek görünürlük ile tartışmalarda sıkça gündeme gelmektedir. 2008 yılından itibaren özellikle küresel ekonomik krizin pek çok ülkede stratejik sektörlerde yarattığı tahribat, kamu güdümlü girişim sermayesi modelinin, bu sektörleri kapanmak veya yabancı yatırımcılar tarafından satın alınmaktan korumak için önemli bir araç olabileceği görüşünü de güçlendirmiştir. Ancak bu tartışmalarda çoğu zaman girişim sermayesinin “kazanani tercih etmek” esasına dayalı yönetilen “akıllı” bir finansman aracı olduğu göz ardı edilmekte, sonuçta “risk” kavramının arkasında girişim sermayesinin karar ve uygulama süreçlerinde keyfiyet derecesinde son derece esnek bir hibe modeli olduğu algısı oluşmaktadır.

ÖZEL YATIRIMCININ KAR-ZARARINI ÖNCELİKLENDİREN MODELLER



Alternatif yatırım araçlarına kıyasla özel yatırımcının getiri algısının olumsuz olduğu özellikle erken aşama girişim sermayesi fonlarında kamunun zaman zaman özel yatırımcının zararını telafi edici katılım modelleri uyguladığı görülmektedir. Bu modellerde esas hedef yatırımcının portföy beklentisini pozitif yönde kuvvetlendirecek kar-zarar paylaşım modellerini özel yatırımcı lehine uygulamaktır. Örnek senaryolarda,

- 1- Özel yatırımcıya her yatırım için %4 yıllık faiz ile 4 yıllık borç verilmesi,
- 2- Özel sektörün yatırdığı anapara ve birikmiş faizi öncelikli alması, kamunun sadece anapara ve birikmiş faizi alması,
- 3- Özel sektör yatırımcıya 4 sene sonra kamu hisselerini %4 sabit yıllık değerlendirme ile satın alma opsiyonu işlenmiştir.

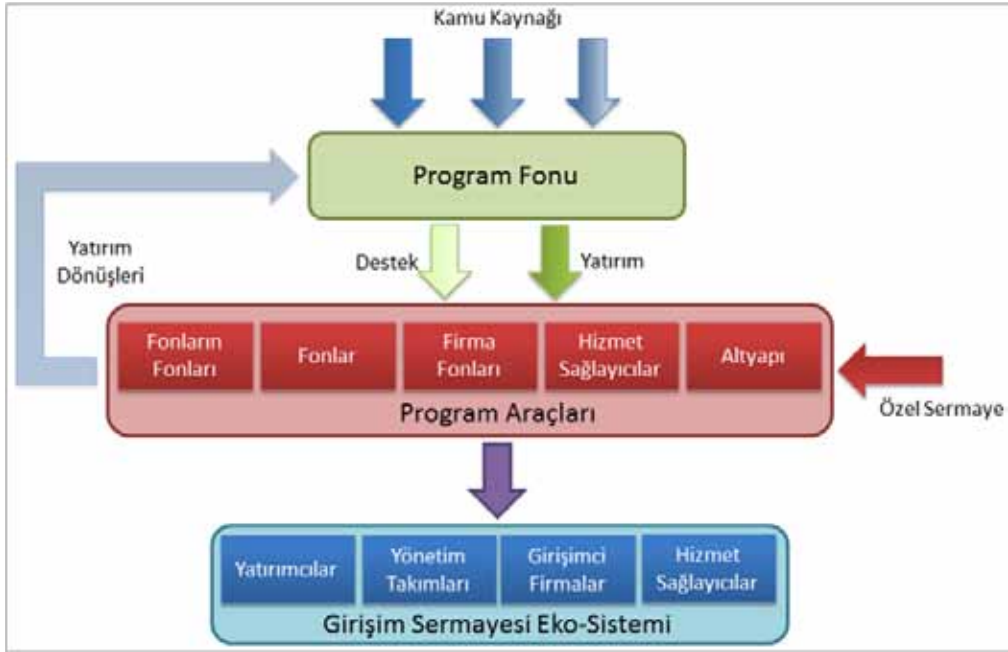
Risk, tanımı gereği ölçülebilir ve yönetilebilir bir kavramdır. Girişimciliğin doğasından kaynaklanan risklerin ise girişim sermayesi modelinde ifade edilebilir ve yönetilebilir olması beklenmelidir. Girişim sermayesinin tüm yatırımlarının riski yönetmek üzere tasarlanmış objektif kriterler ile değerlendirilmesi ve nihai yatırım kararının buna göre verilmesi gerekir. Bu kaygılar, kamunun girişim sermayesi modeli içerisindeki varlığını bağımsız ve tutarlı karar veren süreçler ile disipline etmesi gerektiği sonucunu çıkarmaktadır. Özellikle kamuda süreklilik ve devamlılığın sağlanmasının kimi zaman mümkün olmaması kamu destekli girişimlerde bu tasarım gereğinin tam karşılık bulmasını güçleştirmektedir. Sonuçta kamunun girişim sermayesi faaliyetlerinde diğer nitelikli yatırımcılardan beklenen gelişmiş risk algısı ve psikolojisini uygulaması şarttır.

Kamu açısından girişim sermayesi, pasif bir yaklaşım olan hibe modelinden ziyade kalıcı ve sürdürülebilir ekosistemlerin gelişmesini tetikleyecek katılımcı/ortaklığa dayalı finansal modellerin geliştirilmesinde etkin bir araç olarak ele alınmalıdır.

Bu anlamda;

- Girişim sermayesi, yatırımcılarının/sponsorlarının beklentilerinin baştan kayıt altına alındığı, bağımsız karar ve uygulama süreçleri ile yönetilen, bilginin sağladığı avantajlarla pazara odaklanan, performansı ile hesap verebilir, "hafif" yapıların yönettiği, rekabetçi yapılardır.
- Girişim sermayesi fonları, toplam kaynak büyüklüğü, maliyet yapısı, faaliyet süresi ve faaliyet kapsamı fonun tasarımı aşamasında belirlenmiş kapalı uçlu yapılardır. Bu anlamda her fon, pazarın o anki ufkunda tespit edilen fırsatlara odaklı yeni bir girişimdir.
- Girişim sermayesinin temel faaliyet hedefi, yatırımcının/sponsorun getiri beklentilerini sağlayacak, baştan mutabık kalınmış kapsamda gerekli çeşitlendirmenin sağlandığı bir portföyü oluşturmaktır. Son dönemde yatırımcıların nakdi olmayan getiri beklentilerini de gözeten "double" ve "triple" "bottom-line" tür fonlar popülerite kazanmaya başlamıştır.
- Girişim sermayesi yönetilen akıllı para olarak da değerlendirilebileceği için bu anlamda en yüksek getiriyi sağlayacak portföy stratejisine en uygun yatırımın seçilmesi ve desteklenmesi esastır.
- Girişim sermayesinin temel amacı, tecrübe ve sermayenin artacak şekilde çevrilmesinin ve daha da önemlisi yayılmasının sağlanmasıdır. Bu döngüde her başarılı girişim sermayesi çevrimi bir sonraki taze girişimler için yeni kaynak oluşturur.

Girişim sermayesi farklı rollerin bulunduğu kapsamlı bir değer zinciri üzerinden faaliyet gösterir. İhtiyaç duyulan farklı rollerin henüz bir ekosistem olarak gelişmediği pazarlarda kamunun rolünün salt yatırımcı rolünün ötesinde ekosistemin gelişmesini destekler bir rol olarak kurgulanması da gerekir. Bu tür hibrit modellerde kamunun bir program yapısı altında "pazar yapıcı" rollerle özel aktörlerin gelişmesini desteklemesi de bir hedef olarak kurgulanmalıdır. Bununla birlikte, kamunun böylesi bir modelde ihtiyaç duyulan rolleri yerine getirebilecek özel aktörlere rakip/alternatif olmaması, yeni roller için de özel aktörlerin gelişmesini ihtiyaç olduğu sürece desteklemesi, zaman içerisinde destek rolünü pazar dinamiklerine terk etmesi şarttır. (Şekil 20)



Şekil 20 – Girişim Sermayesi Geliştirme Programı

Girişim sermayesi faaliyetlerine kamunun katılımında yukarıda ifade edilen kaygılara karşılık uygun yönetim modeli olarak iki alternatif ön plana çıkmaktadır. Bunlardan birincisi, kamu faaliyetinin önceden belirlenmiş çerçeve ve performans kriterlerine göre kamu tarafından seçilecek bağımsız profesyonel yapılar tarafından yönetilmesidir. Bu modelde kamu karar süreçlerinde bağımsız karar süreçlerini tehdit etmeyecek uygun şekillerde temsil edilebilir. Diğer model ise kamu kaynağının pasif bir yatırımcı olarak yönetiminin özel yatırımcıların seçmiş olduğu bağımsız yapıların yönetimine tahsis edilmesidir. Kamunun bu yönetim modelinde izleme süreçlerine dahil olması kabul edilebilir.

Önceliklerinin kamu çıkarlarına uygun yönlendirildiği güvenlik, sağlık, eğitim vb. alanlarda, girişim sermayesi modeline kamunun katılımının yaratacağı “işaret etme” (signalling) etkisinin pazardaki potansiyel “akıllı” kritik kütleyi paralel yönde harekete geçirmesi beklenebilir. Ancak yine de kamu katılımında esas ilke “akıllı” paranın (“pazarın akıllı ile yönlendirilen para”) aklının stratejik sektör ve alanlarda dahi takip edilmesi olmalıdır.

2.5.1. Girişim Sermayesi Kamu Destek Modellerin Başarı Unsurları

Kamu karar vericilerin girişim sermayesi sektörünü ele alırken çoğunlukla arz odaklı düşündükleri, sektörün temel zafiyetlerini sektörün bir değer zinciri etrafında derinleşememesinden ziyade yetersiz sermaye arzı ile ilişkilendirdiği görülmektedir. Buna çare olarak sunulan kamu kaynaklı ilave sermaye arzı ise çoğu zaman kritik ekosistem bileşenlerinin gelişmemesi nedeni ile beklenen sürdürülebilir etkiyi sağlayamamaktadır. Bu anlamda girişim sermayesi konusunda başarılı bir kamu müdahalesinin temel şartı girişim sermayesi ekosisteminin doğru anlaşılması ve değerlendirilmesidir. Bir yatırım aracı olarak girişim sermayesi de doğası gereği güncel dinamiklerden etkilenmektedir. Girişim

sermayesi fonlarının yatırımcıları yatırım kararlarını alternatif fırsatların öngördükleri risklere göre uyarlanmış maliyetlerine göre vermektedir. Kamunun girişim sermayesine katılımı için modellerin dünyadan örnekleri incelendiğinde bu anlamdaki temel iki tasarım başarısı unsurunun aşağıdakiler olduğu görülmektedir:

1. Girişim sermayesi değer zinciri ve bu zincirdeki rolleri, rollerin öngördüğü motivasyonları doğru değerlendirmek,
2. Hedef pazarı yönlendiren küresel güncel dinamikleri doğru tespit etmek.

Sürdürülebilir bir girişim sermayesi sektörünü oluşturan vazgeçilmez üç temel rol bulunmaktadır:

- Girişim sermayesi fonlarına yatırım yapan yatırımcı ortaklar,
- Girişim sermayesi fonlarını yöneten takımlar/yönetici ortaklar,
- Girişim sermayesi fonları tarafından yatırım yapılan yüksek büyüme potansiyeline sahip girişimci firmalar.

Bu üç temel rol işler bir girişim sermayesi modelinin varlığı açısından birbirlerine doğrudan muhtaçtır. Örneğin girişim sermayesi fonları, hedef pazara odaklı bu fonlara yatırım yapmaya yetkin ve istekli yatırımcılar olduğu sürece varlıklarını sürdürebilirler. Girişim sermayesi fonlarına yatırım yapması hedeflenen kurumsal yatırımcıların kendi risk yönetimlerini etkileyen bir mevzuat düzenlemesi, söz konusu yatırımcı profilinin uzun vadeli ve riskli olarak algıladığı girişim sermayesi yatırımlarını daha az tercih etmesi sonucunu doğuracaktır. Bu durumda kamu desteğinin hedef kurumsal yatırımcı profiline likidite ve güvence sağlayacak özelliklerde tasarlanması gerekir. Keza, erken aşama yatırımların azalması, ileri aşamalarda faaliyet gösteren girişim sermayesi fonları için yatırım yapılabilen kaliteli girişimci firma arzını olumsuz etkileyecektir. Bu durumda, kamu desteğinin tüm girişim sermayesi yatırım safhaları için girişimci firma arzını desteklemek üzere erken aşama yatırımlarda uzman fon yönetici takımların oluşmasını teşvik edecek yaratıcı müdahale tasarımlarını geliştirmesi de gerekmektedir. Tüm yatırım safhalarında faaliyet gösterecek girişim sermayesi fonlarını yönetebilecek niteliklerdeki profesyoneller üstün nitelikleri ile alternatif işgücü piyasalarında da aranan özellikleri taşıyan bireylerdir. Teşvik unsurlarının bu profildeki profesyoneller için de cazip ekonomik teşvikler yaratması uygun olacaktır.

Girişim sermayesi sektörünü desteklemek üzere farklı coğrafyalarda uygulanmakta olan kamu modellerini aşağıdaki gruplar altında incelemek mümkündür:

- Doğrudan nakit olarak sağlanan destekler,
 - > Girişim sermayesi fonlarına kamunun yatırımcı olarak katılımı,
 - » Girişim sermayesi fonu,
 - » Eş-yatırım fonu,
 - » Fonların fonu,
 - > Girişimci firmalara sağlanan proje destekleri,
 - » Hibe destekler,
 - » Faizsiz geri dönüşlü destekler,
- Dolaylı teşvikler,
 - > Vergi teşvikleri,
 - » Yatırımcı teşvikleri,
 - o Kurumlar vergisi indirimi,

- o Gelir vergisi indirimi,
 - o Sermaye kazancı vergisi indirimi,
- » Girişim sermayesi fonu teşvikleri,
 - o Kurumlar vergisi indirimi,
 - o İşlem harç ve vergisi indirimleri,
 - o Yönetici takımlar için gelir vergisi, kurumlar vergisi, sermaye kazancı vergisi indirimleri,
 - o KDV indirimleri,
- » Girişimci firma teşvikleri,
 - o Kurumlar vergisi indirimi,
 - o Gelir vergisi indirimi,
 - o KDV ve diğer vergi indirimleri,
- Garantiler,
 - > Yatırımcı garantileri,
 - » Sermaye kayıplarına karşı garantiler,
 - » Sermaye kredileri için garantiler,
 - > Girişim sermayesi fonu garantileri,
 - » Yatırım kayıplarına karşı garantiler,
 - » Sermaye kredileri için garantiler,
 - > Girişimci firmaya kredi garantileri,
- Diğer
 - > Girişimci firmaya kamu tedarikinde sağlanan öncelik ve ayrıcalıklar.

Farklı ülkelerde, o ülkelerdeki girişim sermayesi sektörünün dinamiklerini belirleyen güncel durumlara göre yukarıda yer alan tedbirler farklı oran ve eşleştirmelerde uygulanmaktadır. Çoğu zaman, uygulamaların etki analizleri dönemsel olarak raporlanmakta, kamu varlığının pazarın normal dinamiklerini etkilemeye başladığının değerlendirildiği noktalarda mevcutların yerine yeni politika uygulama araç formülasyonları geliştirilip uygulanmaya devam edilmektedir. Aksi durumlarda kalıcı kamu müdahalesinin girişim sermayesi pazarının gelişmesini engelleyen bir unsur haline dönüşmesi söz konusudur. Kamunun aktif bir pazar oyuncusu rolü üstlendiği girişim sermayesi modellerinde, kamunun pazardaki varlığını sürekli değerlendirmesi ve güncellemesi, bu anlamda eğilimleri izleyebilmesi kamu açısından da profesyonel yönetilen bir yapılanmayı gerekli kılmaktadır.

2.5.2. Kamu Kaynağının Girişim Sermayesi Sektörüne Etkisi

GİRİŞİMCİ – YATIRIMCI SOSYAL AĞLARI

Girişim sermayesi iş yapma itibarına dayalı kendini düzenleyen bir sektördür. Son dönemde girişimcilerin ve yatırımcıların bu itibara dayalı güven üzerinden bulunduğu AngelList gibi farklı web platformları popüler olmuştur. Avrupa’da da Fransız inovasyon ajansı OSEO^a yaklaşık 4 senedir böylesi bir sanal grubu yönetmektedir. Verilere göre 2010 yılında platform üzerinden €45 milyon yatırım bağlanmıştır. OSEO halen Alman KfW ile Alman-Fransız bir platform üzerinde çalışmaları sürdürmektedir.^b

^a capitalpme.oseo.fr

^b www.euroquity.com

Kamunun girişim sermayesi piyasasına müdahil olmasının gerekçe ve hedeflerinin iyi tasarlanması sonuçta sağlanacak etki açısından oldukça kritiktir. Girişim sermayesi fonlarının yönetici ortakların bilgi ve tecrübeleri ile doğru firmalara yatırım yaparak katma değer yaratacakları varsayımına dayanan bir piyasa mekanizması söz konusu olsa da mekanizmanın en kritik zafiyeti asimetrik bilgi sorunudur. Yatırım potansiyeli olan girişimci firmalara dair bilgiye erişimdeki zorluklar girişim sermayesi fonlarına yatırımcı iştahını olumsuz etkilemektedir. Çoğu zaman yatırımcı ortakların muhafazakar yaklaşımı, girişim sermayesi fonlarının yönetici ortakların yatırım yapacakları girişimci firmaları seçerken daha az risk alan bir yaklaşım sergilemelerine ve dolayısı ile gerçekten büyüme potansiyeli olan bir grup girişimci firma profilinin yatırımlardan dışlanmasına neden olmaktadır.

Savunmaya dayalı bir strateji ile oluşturulmuş portföyler de, girişim sermayesi fonlarına bekledikleri performans dönüşünü ve dolayısı ile yeni fonlar için artan yatırımcı ilgisini sağlamamaktadır. Tipik kamu müdahalesi modelleri ise performans zafiyeti yaratan bilgi asimetrisini gidermek yerine, git-tikçe azalan yatırımcı ilgisini telafi eder şekilde fon arzı sağlamaktadır. Elbette böylesi dengesiz bir pazar dinamiğinin kamu desteğinin olmadığı durumlarda sürdürülebilir olması mümkün değildir. Dünyadaki örneklerde, kamu katkısı ile girişim sermayesi fon yöneticilerini ilave risk alarak portföylerini politika önceliklerine uygun çeşitlendirmeye teşvik eden ortaklık modellerinin sürdürülebilirlik anlamında daha etkin olduğu görülmektedir. Sonuçta ortaya çıkacak başarı öyküleri, yatırımcıların algı odağı olan yatırım getirisi performansına olumlu yansiyacak; bilgi asimetrisinden dolayı oluşan fırsat körlüğünü giderecektir. Bununla birlikte, pek çok ülke yenilikçi girişimci firmaları girişim sermayesi yatırımlarına hazırlamak konusunda destek programları da yürütmektedir.^{91, 92}

Girişim sermayesinin, sermaye yatırımları ile desteklenen girişimci firmalar için faal oldukları bölgelere yaratıcı vasıflarda yeni insan kaynağını çekmek ve bu kaynağın kalıcı olarak yeni girişimci firmalarda aynı bölgede çalışmaya devam etmelerini teşvik etmek açısından bölgesel gelişmeye önemli bir katkısı olduğu da görülmektedir. Bu fayda da, yetenekli insan kaynağının her yeni girişime daha önce çalıştıkları girişimlerden kodlanmamış tecrübe ve bilgi taşıdıkları da dikkate alınmalıdır. Bu anlamda, özellikle kamu desteği ile girişim sermayesi fonlarını yüksek yenilikçi Ar-Ge yoğun firmalara yatırım yapmaya özendirilmesi ile yüksek teknolojiye odaklı kümelerin ve ağların oluşmasına yönelik önemli bir pozitif dışsallığın sağlanması da mümkün olacaktır.

Bilgi asimetrisinin telafi edilmesi ve pozitif dışsallığın teşvik edilmesinde kamunun rolünün dikkatli kurgulanması önem kazanmaktadır. Bir yatırımcı olarak kamu ağırlığının girişim sermayesi fonlarının iş planlarını rasyonel olmayan yönde teşvik edecek aşırılığı göstermesinin, doğrudan veya dolaylı olarak kamunun girişim sermayesi fonunun yatırım kararlarını etkilemesinin olası olumsuzlukları da dikkate alınmalıdır. Kamu sponsorlu girişim sermayesi fonlarının firmalardan çıkış performansları esas alınmak suretiyle incelendiği çalışmada⁹³, orta düzeyde kamu teşviğinin girişim sermayesi fonlarının performansını arttırdığı, buna karşılık yüksek düzeyde kamusal desteğin söz konusu olduğu girişim sermayesi fonlarının performanslarını düştüğü gözlenmiştir. Kamunun politika öncelik ve beklentileri ile girişim sermayesi sektörünün işleyişi üzerinde yaratabileceği etkinin, girişim sermayesi fonunun pazarı ve fırsatları doğru algılamasında çarpıklıklara neden olabileceği de dikkate alınmalıdır.

91 <http://www.france-investissement.fr/Le-Club/Les-services-du-club>

92 <http://www.commercialisationaustralia.gov.au/Pages/Home.aspx>

93 Brander, J.A., Du, Q., Hellmann, T.F. (2010). The Effects of Government-sponsored Venture Capital: International Evidence, NBER.

2.6. Kamu Kaynaklı Girişim Sermayesi Uygulamaları: Ülke Örnekleri

Girişim sermayesi faaliyetlerinin gelişimini desteklemek üzere farklı ülkelerde kamunun desteklediği farklı program tasarımları uygulanmaktadır. Bunlar içerisinde Türkiye’de en fazla bilinen ve diğer ülkelerde tasarımlar için örnek alınan İsrail’in YOZMA programı olsa da, diğer ülkelerde farklı mali araç ve finansal modellerin kullanıldığı tasarımlar da bu anlamda ilham için göz ardı edilmemelidir.

YOZMA programı İsrail hükümetinin girişim sermayesi sektörünü desteklemek üzere tasarladığı ve uyguladığı ikinci programdır. Programın tasarımı daha önceki tecrübelerin ışığında geliştirilmiştir. YOZMA programı tasarımı Avrupa’da farklı ülkelerde uygulanmış ancak uygulamalar sonucunda farklı sonuçlar oluşmuştur. Girişim sermayesi sektörünü geliştirmeye yönelik kamu programları da girişim sermayesinin temel iş modeline uygun olarak, programın uygulanacağı döneme dair özgün fırsatlara odaklı olarak tasarlanmalıdır. Bu gerçek programların birebir başka ülkelere taşınmasını zorlaştırmaktadır.

Gelişmiş girişim sermayesi sektörlerine sahip ülkelerde de kamunun desteklediği girişim sermayesi destek programları uygulanmaktadır. Ancak zaman içerisinde bu programlar sistemdeki eksikliklere yönelik olarak evrimleşmekte, tespit edilen noktalara yönelik ilave teşviklerle geliştirilmektedir. Bir başka ifade ile girişim sermayesine yönelik programlar statik değil, dinamik yapılar olarak tasarlanmaktadır. Aslında bu yaklaşımın dinamik sektörlerle yönelik tüm kamu programlarının yönetiminde uygulanması gerektiği de burada bir kez daha vurgulanmalıdır.

Amerika Birleşik Devletleri

Amerika Birleşik Devletleri’nde eyaletler ekonomik büyümeyi desteklemek üzere yüksek büyüme potansiyeli olan girişimci firmaları çekmek konusunda farklı teşvik programları uygulamaktadır. Son yıllarda eyalet yönetimleri söz konusu firmalar için cazibe yaratmak üzere girişim sermayesi fonlarının eyalet içerisinde faaliyet göstermesini teşvik eder farklı sermaye programları yürütmeye başlamışlardır.⁹⁴ Bunun ilk uygulaması 1976’da Connecticut eyaletinin kurmuş olduğu CPDC (“Connecticut Product Development Corporation”) girişimidir. Oldukça başarılı olan bu girişim, diğer eyaletlerdeki girişimlere de ilham olmuştur. Bugün 150’nin üzerinde eyaletler tarafından desteklenen girişim sermayesi şirketi, fonu ve fonların fonu faaliyetlerine devam etmektedir.

Eyaletler bankalardan aldıkları düşük faizli kredileri işlettikleri yatırım araçları üzerinden eyalette yerleşik girişimci firmalara yatırım yapacak girişim sermayesi fonlarına yatırmaktadır. Banka kredilerine karşılık olarak ise bankalara gelecek vergi gelirleri karşılık teminat olarak verilmektedir. Tipik bir uygulamada program yönetim giderleri ve kredinin faizinin maliyetleri sağlanan fonun %8 - %10’una varmakla birlikte, eyaletler yeni yatırımın yarattığı vasıflı istihdam sonucunda ortaya çıkan ilave vergi geliri ile bu maliyetleri büyük oranda telafi etmektedir.

Pennsylvania eyaletinin 1982 yılında kurmuş olduğu “Ben Franklin Technology Partners” (BFTP) eyaletin farklı bölgelerinde dört adet kar amacı gütmeyen yatırım organizasyonu işletmektedir. Bu organizasyonlar yıllık \$20 milyon bütçe ile erken aşama firmalara yatırım başına \$30.000 - \$150.000 arasında yatırım yapmaktadır. Bugüne kadar yatırılan \$173 milyon, \$408 milyonluk ilave özel yatırı-

mın tetikleyicisi olmuştur. 1998 yılında Pennsylvania eyaletinin sigara üreticileri ile yaptığı tazminat anlaşmasının gelirinin \$ 60 milyonu ile özel yatırımcıların her \$3 yatırımının eyaletin \$1 ile eşleştirecek 4 adet yaşam bilimleri girişim sermayesi fonu oluşturulmuştur. 2007 yılında oluşturulan “PA Venture Guarantee Program” ile de yüksek teknoloji girişimci firmalara yapılan asgari \$15 milyon yatırımın anaparasının %50'sine kadarlık kısmı sermaye kayıplarına karşı garanti edilmiştir. Şart olarak da garantiden faydalanacak girişim sermayesi fonunun eyalet içerisinde en az bir kıdemli ortağın bulunacağı bir ofis açması talep edilmiştir. Philadelphia ve Pittsburg dışındaki bölgelerde yatırım yapacak girişim sermayesi fonlarını 1:3 oranında fonlayacak ve \$60 milyon sermaye ile kurulan “PA Venture Capital Investment Program” fonların fonu bugüne kadar 5'i ilk defa kurulan fon olmak üzere 12 fonu desteklemiş ve 45 firmaya toplam \$117 milyonluk yatırım çekmeyi başarmıştır.

TNInvestco Programı

Tennessee eyalet yönetimi tarafından 2009 yılınca çıkarılan “Tennessee Small Business Investment Company Act” ile “TNInvestco” olarak uygun profile girişimci firmalara yatırım yapmak üzere lisanslanacak girişim sermayesi fonlarına toplam \$120 milyon tutarında vergi kredisi sağlanması kabul edilmiştir. Bu miktar bilahare \$200 milyona çıkarılmıştır. TNInvestco olarak lisanslanacak yapıların firmalara borç, hisse veya hibrit modeller ile kaynak sağlaması mümkün olacaktır. 2011 yılı itibarı ile TNInvestco lisansını alan 11 girişim bulunmaktadır.

TNInvestco olarak lisanslanacak yapıların ödenmiş asgari sermayesinin \$500.000 olması, en az 5 yıl profesyonel tecrübesi olan iki yatırım profesyoneli çalıştırması, en az 5 yıldır Tennessee'de yerleşik olması, girişimci firmaları yatırımlar konusunda yönlendirebilecek, ileriki aşamalarda finansman bulmalarına yardımcı olacak tecrübeye sahip olmaları beklenir. Herhangi bir TNInvestco'ya azami \$20 milyon vergi kredisi tahsis edilebilir.

TNInvestco'lar tahsis edilen kredileri, kendilerine nakit yatırım yapan sigorta şirketlerine bu şirketlerin brüt vergi matrahlarından düşebilecekleri vergi kredileri olarak tahsis edebilirler. Herhangi bir sigorta şirketi program için tahsis edilen toplam vergi kredisinin %25'inden fazlasını kullanamaz. Sigorta şirketleri 2012 - 2015 yılları arasında toplam tahsis edilen kredinin %15'i oranında, 2016 - 2019 yılları arasında ise %10'u oranında yıllık vergi kredisini kullanabilir. Kullanılmayan vergi kredileri sonraki yıllara aktarılabilir. Sigorta şirketleri kendilerine tahsis edilen krediyi eyaletin uyguladığı herhangi bir vergi yükümlülüğü için kullanabilir.

TNInvestco'lar Tennessee'de yerleşik ve çalışanlarının asgari %60'ı eyalette çalışan, bağımsız faaliyet gösteren, finans, sağlık veya hukuk hizmetleri, gayrimenkul, sigorta, petrol ve doğalgaz ve kumar sektörlerinde faaliyet göstermeyen, hızlı büyüme potansiyeli olan, 100 kişiden az çalışanı olan girişimci firmalara yatırım yapabilirler. TNInvestco'lar yatırım yapılabilir fonlarının %50'sini ilk 2 yılda, %100'ünü ise 5 yılda yatırıma dönüştürmek zorundadır.

SBIC Programı

“Small Business Investment Company” (SBIC) Programı, Amerikan federal hükümeti tarafından 1958 yılından beri kesintisiz uygulanan bir programdır. Resmi verilere göre 2011 yılında SBA⁹⁵'in

SBIC'lere sağladığı \$1,83 milyar destek küçük işletmeler için toplam \$2,83 milyarlık bir finansman kaynağının oluşmasına katkı sağlamış, %34'ü azınlık ve kadın girişimcilerin sahip olduğu düşük-orta gelirli bölgelerdeki firmalar olmak üzere toplam 1.339 firmaya kaynak sağlayarak 61.527 yeni istihdam yaratmıştır. Başlangıcından bugüne kadar SBIC'in desteği ile finansman sağlanmış firmalar arasında Staples, Amgen, Adaptec, Apple, Sun, AOL, HP, Intel, FedEx gibi bilinen küresel markalar da bulunmaktadır.

SBIC programına yasal dayanak oluşturan 1958 yılı tarihli "Small Business Investment Act" kanununda, programa gerekçe olarak,

- Ulusal ekonomiyi özellikle küçük işletmeler segmentinde canlandırmak,
- Küçük işletmelerin büyümek, gelişmek ve modernizasyonları için ihtiyaç duydukları girişim sermayesi ve uzun dönemli kredileri teşvik etmek ve desteklemek,
- Bunu özel sektörün azami katılımını sağlayarak gerçekleştirmek

ifade edilmiştir.

SBIC programının temel tasarım özelliği SBIC lisansı almaya hak kazanan girişim sermayesi fonlarına ABD federal hükümetinin 10 yıllık borçlanma maliyetlerine yakın uzun vadeli finansman sağlamaktır. SBIC fonlarının normal yaşam süreleri 10 - 15 yıldır. Finans kurumlarının kurdukları SBIC'lere kredi desteği sağlanmamakla birlikte sermaye yeterlilik oranlarına dair düzenlemeler ve sosyal sorumluluk yükümlülükleri konusunda ilave avantajlar sağlanmaktadır. Bu tür SBIC fonlarının Amerikan Sermaye Piyasası Kurumu'na (SEC) kayıt olma zorunluluğu da yoktur. Ancak SBA'nın SBIC'ler üzerindeki denetimi bu yapılara katılacak özel yatırımcılar için bir güven unsuru oluşturmaktadır. SBIC başvurularının değerlendirilmesi ve sağlanan desteğin geri dönüşüne kadar yönetilmesi SBA tarafından yapılır. SBIC başvurularının değerlendirilmesinde fonun ifade edilen yatırım stratejisine uygun tecrübeye üst düzey yönetime sahip olduğu, amaçlanan hedef kitlede fonun güçlü bir aday girişimci firma portföyüne erişiminin olduğu, yönetici takımda doğrudan yatırım yönetme tecrübesinin varlığı, geçmişte benzer nitelikte fonlarda başarılı performans, yönetici takımın arasındaki kimya, iş bölümü ve beraber çalışma geçmişi, diğer yatırımcıların çeşitliliği gibi kriterler dikkate alınır. SBIC fonunda herhangi bir yatırımcı ortağın (LP) %70'den fazla hisseye sahip olmasına izin verilemez.

SBIC'ler borç, hisseye çevrilebilir borç veya hisse olarak yapacakları yatırımlarının tamamını ABD mevzuatında tanımlanan küçük işletmelere⁹⁶ yatırabilirler. Bunun da en az %25'inin "daha küçük"⁹⁷ işletmelere yapılması şarttır. SBIC, taahhüt edilmiş sermayesinin %10'undan fazlasını SBA'nın ayrıca onayını almadan tek bir firmaya yatıramaz. SBIC'in SBA'nın aksi bir onayı yoksa yatırımlarından 7 yıl içerisinde çıkması şarttır. SBIC fonları çalışanlarının %49'undan fazlası Amerika dışında istihdam edilen firmalara yatırım yapamaz. SBIC'lerin sağlayacağı borç ve hisseye çevrilebilir borç finansmanı için uygulayabilecekleri faiz ve vade miktarları SBA tarafından belirlenir. SBIC fonlarının yönetici ortaklara ödeyeceği yönetim harçları da SBA tarafından belirlenir. Genelde uygulanan oran SBIC finansmanı dahil tüm taahhütlerin %2 - %2,5'udur. SBIC lisansına başvurmak için özel yatırımcıların asgari \$5 milyon sermaye taahhüt etmiş olmaları gerekir.

96 \$18 Milyon dan az net firma değeri, son iki yıl vergi sonrası gelir ortalamasının \$6 Milyon altında olan firmalar.

97 \$6 Milyon dan az net firma değeri, son iki yıl vergi sonrası gelir ortalamasının \$2 Milyon altında olan firmalar.

SBIC'lerde SBIC programından sağlanan borç finansmanın tüm diğer alacaklara göre mutlak önceliği vardır. SBIC fonu SBA'nın izni olmadan net varlıklarını %2'den daha fazla azaltacak şekilde ortaklara kar dağıtımı yapamaz. SBA, kar dağıtımı önceliklerinde SBIC fonunun gerçekleşmiş kayıpları ile farklı varlık sınıflarındaki değer kazanımlarının belirli oranlarının toplam sermayeye oranını dikkate alır. Bu oranın %70 üzerinde hesaplanması durumunda SBA SBIC fonunun sağlanan desteğin geri ödenmesi için tasfiyesini isteyebilir. SBIC finansmanının tamamı ödendikten sonra fon diğer girişim sermayesi fonları gibi özel yatırımcılarına kar dağıtımı yapabilir. SBIC'ler için SBA tarafından özel yatırımcılardan sağlanan her \$1'a karşılık \$2'a kadar (x2) \$150 milyonla sınırlı olmak üzere finansman sağlanabilir. Bu oran, daha önce başarı ile SBIC programını yürütmüş fon yöneticileri için \$3'a ve birden fazla fon için \$225 milyona arttırılabilir. Sağlanan finansmanın maliyeti ABD federal hükümetin 10 yıllık hazine tahvili maliyetinin üzerine eklenen bir ilave maliyetle sınırlanır.⁹⁸ Sağlanan finansman SBIC'in tüm işlemlerinin SBA'nın borç bakiyesi olduğu sürece devam eden sıkı denetimi dışında teminatsız olarak sağlanır. Borç ile ilgili yönetici ortakların herhangi bir sorumluluğu yoktur, yatırımcı ortakların sorumlulukları ise yatırım taahhütleri ile sınırlıdır. SBIC için sağlanan kredinin nakit akışı oldukça esnektir, yönetici ortakların SBIC için sağlanan krediyi yatırımcı ortaklardan daha az sayıda sermaye çağırarak, bu şekilde de nakit akışını yönetmek için kullanmalarına imkan tanınır. SBA'nın resmi verilerine göre; SBIC finansmanı yatırımcı ortaklara yatırım dönüşü iç karlılık oranı anlamında %2 - %5 ilave bir kaldıraç sağlamaktadır. SBIC fonu mevcut bir girişim sermayesi fonunun eş yatırım fonu veya alt fonu olarak da oluşturulabilir. Ancak SBIC kuralları SBIC lisansının alınmasından sonra yapılacak yatırımları destek kapsamına alır.

SBIC için sağlanan desteğin faiz ödemeleri 6 ayda bir yapılır, anapara ise 10. yıl sonunda bir kerede ödenir.⁹⁹ Programa başvuru için \$10.000 (sınırlı sorumlu ortaklıklar için \$15.000) harç ödenir. SBIC kredisinin tahsis edildiği anda tüm tahsis üzerinden %1, ödemelerin SBIC'e yapıldığı zaman da ödeme miktarının %2'si oranında bir komisyon SBA'ya ödenir.¹⁰⁰ İlave olarak her ödemede %0,38 oranında işlem harcı da SBIC lisansı alan fon tarafından karşılanır. Ayrıca yıllık %1 - %1,38 oranında bir yönetim komisyonu da desteğin faiz ödemeleri ile aynı vadelerde SBA'ya ödenir. İki yılda bir yapılan denetlemelerin de masrafları için belirlenmiş bir harç fon tarafından SBA'ya ödenir.¹⁰¹

SBIC programı Amerikan girişim sermayesi pazarına önemli bir alternatif finansman kaynağı sağlamaya devam etmekle birlikte, programın girişim sermayesi fonları açısından sınırlayıcı pek çok kuralı girişim sermayesi fon yöneticileri tarafından tercih edilmemekte, bu durum ise son yıllarda fon bulma konusunda zorluk çeken daha düşük performans grubundaki fon yöneticilerinin SBIC programından yararlanmaları sonucunu doğurmaktadır. Bu negatif seçicilik nedeni ile programın vergi mükelleflerine ilave maliyet yarattığı literatürde sık sık ifade edilmektedir.

98 2009 yılında bu maliyet %4 olarak uygulanmıştır.

99 Enerji verimliliği ve düşük gelir düzeyi bölgelere yatırım yapan SBIC'lere faiz ve diğer ücretlerde çeşitli indirimler sağlanmaktadır.

100 "Start-up America" programı kapsamında SBA 2012 yılından itibaren erken aşamaya uzmanlaşmış SBIC'lere yönelik yeni bir program başlatacaktır. Program kapsamında özel yatırımcılardan asgari \$20 milyon sermaye taahhüdü beklenerek ve SBA buna karşılık 1:1 destek sağlayacaktır. Programa başvuru için \$25,000 ücret istenecek buna karşılık SBIC'lere faiz ve diğer ücretlerde ilk 5 yıl için çeşitli indirim ve erteleme sağlanacaktır. Erken aşama SBIC'lerin toplam yatırımlarının asgari %50'sini pozitif nakit akışı olmayan firmalara yapmaları gerekmektedir.

101 Program SBA tarafından "vergi mükelleflerine sıfır maliyet, sıfır risk" bir program olarak tanıtılmaktadır.

İsrail

Yozma Programı

İsrail erken aşama teknoloji girişimciliği konusunda akla ilk gelen ülkelerden birisidir.¹⁰² İsrail 1980'lerin sonlarından itibaren sınırlı girişim sermayesi faaliyetlerine ev sahipliği yapmakla birlikte, 1990'ların başına gelindiğinde bir teknoloji girişimcisi firmanın ihtiyaç duyacağı kapsamda kaliteli finansman alternatiflerinden yoksundu. O dönemde İsrail'de aktif olarak faaliyette olan erken aşama girişim sermayesi fonu sayısı 2 - 3 ile sınırlıydı.

İsrail hükümeti 1969'dan¹⁰³ beri özel sektörün Ar-Ge faaliyetlerinin desteklenmesine yönelik programlar yürütmekteydi. Buna ilave olarak 1984 yılında çıkan "Ar-Ge Yasası" ile özel sektöre yönelik Ar-Ge programlarına sağlanan kaynakların artırılmasına ve programların çeşitlendirmesine karşın, İsrail'de kurulan genç teknoloji firmalarının ürünlerini pazara sunmak ve büyümek konusunda başarısız oldukları gözlenmekteydi.¹⁰⁴

İsrail hükümeti teknolojik girişimciliğe dayalı büyüme ve istihdam yaratmak politika hedefine ulaşmak üzere 1990'ların başında 4 yeni program tasarlayarak uygulamaya aldı. Bunlar,

- Kamunun sahibi olduğu ve yerel mevzuata göre İsrail borsasına kayıtlı faaliyet gösteren girişim sermayesi fonlarına %70 oranına kadar kefalet verilen şirketin işletildiği "Inbal" programı, (1992 - 1998),
- Özel firmaların oluşturduğu ve içinde en az bir üniversitenin yer aldığı Ar-Ge konsorsiyumlarına destek verilen yıllık bütçesi \$60 milyon civarında olan "Magnet" programı, (1992 -),
- Kamunun finansman ve işlik desteği sağladığı, özel sektörün yönettiği yıllık bütçesi \$30 milyon civarında olan "Teknoloji Kuluçka Merkezleri" programı (1992 -),
- Kamunun sahibi olduğu \$100 milyon yatırım sermayesi olan bir girişim sermayesi şirketinin kurulduğu "Yozma" programı (1993 – 1998).

Bu programlardan Yozma ve Inbal programlarının farklı başarı çıktıları, yaklaşık aynı dönemde aynı şartlar için oluşturulmuş iki programın tasarım özelliklerinin sonuç açısından kritik önemini ortaya koyan güzel bir örnektir. Bu programlardan yaklaşık 1 - 1,5 yıl önce başlatılan Inbal programı kapsamında 4 fon desteklenmiş, ancak program kapsamındaki fonlar borsada yatırımcıların ilgisizliğinden oluşan düşük değerlendirme ve yatırım şirketlerinin başarılı çıkışlarının fonlara yeni sermaye girişi için referans etkisinin oluşmaması nedenleri ile başarısız olmuştur. Inbal programındaki fonlar yönetici ortak ve yatırımcıların kardan nemalanması konusundaki kısıtlar nedeni ile de beklenen ilgiyi çekememiştir. Sonuçta 4 fon da programdan kendi istekleri ile çıkarak başka fonlarla birleşmiştir. Inbal programı tasarım olarak kayıpları ("downside") telafi etmeye yoğunlaşmış ancak başarıyı ("upside") primlendirerek özendirmek konusunda yetersiz kalmıştır. Üstelik borsaya açık girişim sermayesi şirketi modeli nitelikli yatırımcıların iş bilgisi ve ilişki ağlarını yatırım şirketlerinin operasyonların gelişmesini destekleyecek şekilde paylaşma imkanlarını da sınırlamıştır. Sonuçta Inbal fonlarını yönete-

¹⁰² Senor, D. ve Singer, S. (2009) The Start-up Nation. Twelve.

¹⁰³ Türkiye'de özel sektöre yönelik ilk Ar-Ge destek programı 1991 yılında TTTGV'nin yürütücülüğünde başlatılan Teknoloji Geliştirme Projeleri desteğidir.

¹⁰⁴ Dönemin Bilim ve Teknoloji Bakanlığı "Office of Chief Scientist" başkanı olan Yigal Erlich'in ifadesi ile bu durum bir kaynak zafiyetinden ziyade pazara erişmek ve büyümek konusunda ihtiyaç duyulan iş bilgisi eksikliği olarak değerlendirilmiştir.

bilecek üstün yetenekli yönetici takımlar teşviğinin yeterli olmamasından bu fonlardan uzak durmayı tercih etmişlerdir. Benzer şekilde halka açık modelin yönetişime getirdiği sınırlamalar da girişim sermayesi faaliyetleri açısından negatif cazibenin oluşmasında etkin olmuştur.¹⁰⁵ Yozma programı Inbal programından çıkarılan dersleri oldukça doğru değerlendirmiş ve “sınırlı sorumlu yatırımcı ortak – yönetici ortak” (“LP-GP”) modelini teşvik etmeyi tercih etmiştir.

Yozma programı, İsrail’de sürdürülebilir bir girişim sermayesi ekosistemi yaratmak üzere oluşturulmuş son derece sade tasarıma sahip bir programdır. Program, İsrail’de girişim sermayesine talep oluşturacak güçlü şartların¹⁰⁶ mevcut olduğu varsayımı ile girişim sermayesi arzının kamunun desteği ile yaratılacak başarı öykülerinin oluşturacağı etki ile arttırılabileceği varsayımı üzerine kurulmuştur. Yozma programının geçmiş tecrübeler ve ihtiyacın doğru değerlendirilmesi üzerine oluşturulmuş, politika hedeflerine uygun basit tasarımına ilave olarak başarılı olmasında etken olan diğer bazı etkenler de sıralanabilir. Bunlar, İsrail’de nitelikli göç ve savunma sanayindeki yeniden yapılandırma ile ani arz artışı gösteren yüksek nitelikli teknolojiye yatkın iş gücü, küreselleşmenin hızlı yükselişi ile cazip bir çıkış pazarı haline gelen NASDAQ borsası, 1990’larda spekülâtif bir büyüme gösteren bilişim sektörü olarak ifade edilebilir.

Yozma programı 1992 yılında başlamış ve 1993 yılında ilk yatırımını yapmıştır. Yozma için tahsis edilen \$100 milyon kaynağın \$80 milyonluk kısmı, fon başına \$8 milyon veya fonun %40’ı ile sınırlı kalmak üzere toplam 10 fona yatırım yapacak, geri kalan \$20 milyonu da 15 girişimci firmaya doğrudan yatırım yapacak şekilde bir fonların fonu olarak yapılandırılmıştır. Yozma programından yararlanacak girişim sermayesi fonlarının bağımsız takımlar tarafından yönetilmesi, en az bir uluslararası düzeyde tanınan yatırımcısı ve bir de İsrail’li bilinen bir finans kuruluşu yatırımcısı olması şartı aranmıştır. Uluslararası yatırımcının yatırım komitesinde temsil edilmesi de şart koşulmuştur. Yatırım yapılan fonlardaki Yozma hissesinin özel yatırımcılar tarafından 5 yıl içerisinde önceden belirlenmiş koşullarla satın alınması için de özel yatırımcılara bir seçenek tanınmıştır. Bu sayede yatırımcılara hem riski paylaşan hem de olası karı arttıracak çift taraflı bir teşvik unsuru sağlanmıştır. Tasarım sayesinde yabancı yatırımcıların fonların içerisindeki varlığı yönetici takımlar için hızlı bir öğrenme ve ilişki ağları geliştirme imkanı sağlamış, kamu kaynağının içerdiği teşvik unsuru da yetenekli yönetici takımları programa cezbetmiştir. Program sayesinde kamunun sağladığı \$100 milyon kaynak, toplamda \$ 263 milyonluk bir girişim sermayesi yatırım hacminin oluşumunu tetiklemiştir. Yozma fonları toplamda 164 erken aşama girişim şirketine yatırım yapmıştır. Yozma programının uluslararası bilinen yatırımcıları İsrail’e çekmeye yönelik tasarımı, İsrail pazarındaki başarı öykülerinin uluslararası düzeyde daha hızlı ve yaygın yankı bulmasını sağlamıştır. 1995’den itibaren yabancı girişim sermayesi fonları aktif bir şekilde İsrail’li erken aşama girişim firmalarına doğrudan yatırım yapmaya başlamış, bunlardan Benchmark, Sequoia, Intel Capital gibi bilinen bazıları İsrail’de ofis açmıştır.

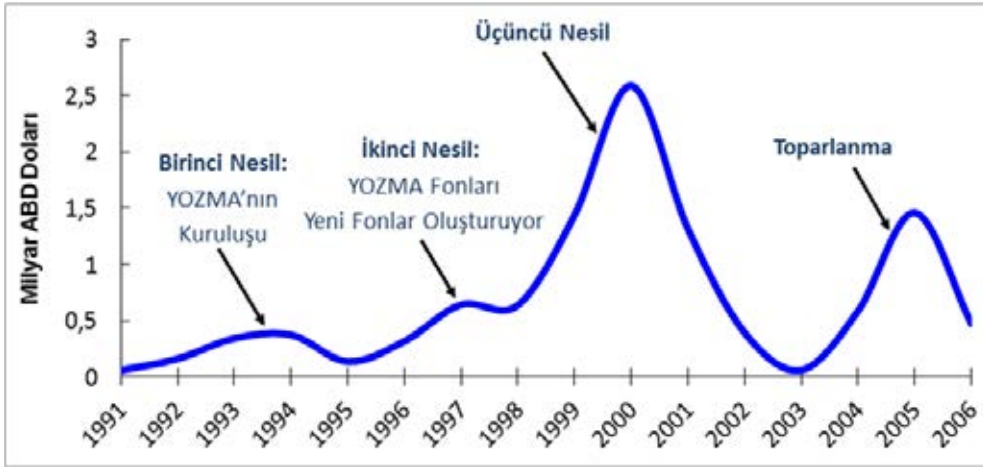
Yozma programı kapsamında yatırım yapılan 10 fondan 8’inde özel yatırımcılar kamu hissesini 5 yıl içerisinde satın alma haklarını kullanmıştır. Yozma programı da doğrudan yatırım yaptığı 15 girişimci firmadan 9’undan çıkış gerçekleştirilmiştir. Geri kalan tüm hisseler 1998 yılında özelleştirilerek Yozma adı altında faaliyetlerine devam eden özel bir girişim sermayesi fonu haline gelmiştir.¹⁰⁷

105 Avnimelech, G. (2009) VC Policy: Yozma Program 15-Years Perspective. Copenhagen Business School Summer Conference.

106 Magnet ve Teknoloji Kuluçka Merkezleri Programları bu anlamda tamamlayıcı olarak tasarlanmıştır.

107 www.yozma.com

Yozma fonlarının 1993 - 2000 döneminde yatırımlardan çıkış oranı %48 olmuş, bu oran İsrail'deki tüm girişim sermayesi şirketlerinin çıkış oranı olan %27'den ve tüm İsrailli erken aşama girişim firmalarından çıkış oranı olan %14'den oldukça yüksek gerçekleşmiştir. 1993 - 2000 döneminde Yozma fonlarının gerçekleştirdikleri çıkışlarla yarattığı enerji, yeni fon oluşturma faaliyetlerine de yansımış bu dönemde girişim sermayesi fonlarındaki yıllık ortalama artış %85 olarak gerçekleşmiştir (Şekil 21). Yozma fonları yeni nesil fonlar ile gelişmelerini sürdürmüş, yönetici takımlarının sayısında artan fon imkanları ile birlikte hızlı bir gelişme yaşamıştır. Bu dönemde erken aşama girişim sermayesi fonlarına taahhüt edilen fon miktarı ilk defa ileri aşama özel sermaye fonlarına taahhüt edilen miktarın ötesinde gerçekleşmiştir. İsrail'de girişim sermayesi yönetici takımlar için profesyonellerin gelişmesini tetikleyen bu süreç sonucunda 2000 yılı sonu itibari ile Yozma fonlarının toplam yönettiği fon miktarı \$3,2 milyara ulaşmıştır.

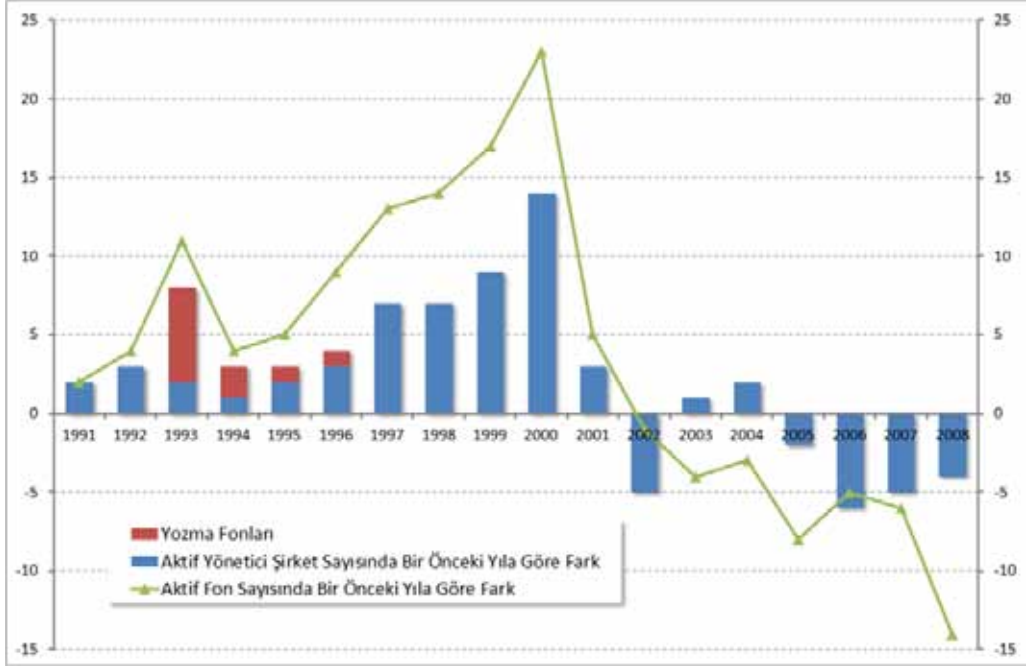


Şekil 21 - Yozma Fonlarının Yeni Fon Sağlama Performansları

2009 yılı itibari ile Yozma fonlarının yönettiği toplam fon büyüklüğü \$5,9 milyara ulaşmıştır. Bu miktar İsrail erken aşama girişim sermayesi sektörünün toplam büyüklüğünün %48'idir. Yozma fonlarından 5'i, 1996 - 2008 yılları arasında İsrail'de faal olan en büyük 10 erken aşama girişim sermayesi fonu arasında yer almaktadır.

Yozma fonlarının 1993 - 1997 döneminde İsrail'de yarattığı girişim sermayesi arzı yüksek nitelikli teknoloji firmalarına erişim imkanı ve uluslararası ağlar üzerinden sağlanan başarılı çıkışlar sayesinde, 1997'den itibaren İsrail'de girişim sermayesi yönetici şirketi ve fon sayısında hızlı bir artış görülmüştür. (Şekil 22) Sektörün hızlı büyümesi, tecrübe paylaşımı ve beraber öğrenme gibi dışsal süreçleri beslerken, sürdürülebilir bir sektör için kritik olan diğer hizmet sağlayıcıların (hukuk büroları, mali danışmanlar, diğer hizmet sağlayıcılar) da gelişmesine önemli bir teşvik oluşturmuştur. Özellikle yabancı ortakların sağladığı süreç bilgisi ve ilişki ağları sayesinde İsrail girişim sermayesi fonları NASDAQ ve AIM gibi yabancı borsalar da dahil olmak üzere pek çok başarılı çıkışlar gerçekleştirmiş, bu başarının sağladığı görünürlük İsrail firmaları ile alıcı olarak ilgilenen pek çok firmanın da İsrail'e yönelmesini teşvik etmiştir. Bu sayede sağlanan yatırım likiditesi sektörün taze yatırımlar, yeni fonlar ve yeni yetenekler ile sürekli gelişmesini besleyen bir unsur haline gelmiştir. Bununla beraber özellikle 2001 yılından itibaren İsrail girişim sermayesi sektörüne fon girişinde önemli düşüşler görülmüştür.

Bunda diğer pek çok gelişmiş girişim sermayesi sektörü için geçerli olduğu üzere, özellikle internet teknolojilerindeki yatırımlarda yaşanan büyük kayıpların önemli bir etkisi olduğu söylenebilir.



Şekil 22 – İsrail Erken Aşama Girişim Sermayesi Pazarı Dinamikleri^{108, 105}

İsrail'de erken aşama girişim sermayesi yönetici profesyonellerinin tipik profili teknoloji ve finans tecrübesi içermektedir. Teknoloji içeren girişimlerde ilgili tüm ağırlara ulaşabilmek ve bu ağırlarda güvenilirlik sağlamak için yerel uzmanlığın varlığı erken aşama yatırımlarda önemli bir unsur olarak ortaya çıkmaktadır. 2001 - 2008¹⁰⁹ yılları arasında İsrail'de erken aşama teknoloji girişimlere ulaşan yatırımların %78 - %88'i İsrail'li girişim sermayesi fonları tarafından tek başına veya yabancı ortaklarla beraber yapılan yatırımlar olarak yapılandırılmıştır.

İsrail'in Yozma programından önce de başarılı bir girişim sermayesi sektörünün oluşumu için önemli fırsatlara sahip olduğu söylenebilir. Bununla birlikte, İsrail'in girişim sermayesi sektöründe 5 yıl gibi çok kısa bir sürede görülen hızlı gelişmenin önemli oranda Yozma programının başarılı tasarımına bağlı olduğunu da söylemek mümkündür. Yozma programı,

- İsrail girişim sermayesi sektörüne itibar sağlayacak yabancı ortakları pazara çekmek,
- Yabancı ortakları yetkin İsrail'li yönetici takımları ile ortaklık kurmaya teşvik edecek ortamı oluşturmak,
- Sağlanacak doğru teşvik ile yetenekli yönetici takımları erken aşama yatırım stratejisine ikna etmek,
- Sektörün büyümesini başarıdan besleyecek doğru şartları ve altyapıyı oluşturmak,

108 Aktif yönetici şirket son 7 sene içerisinde en az bir fon kurmuş olan, aktif fon ise son 7 sene içerisinde kurulmuş olan fon olarak tanımlanmıştır.

109 www.iva.co.il

- Ülke olarak pazarın eksik olduğu geçmiş başarı performansını kamunun kararlı ve yaratıcı yönlendirmesi ile telafi etmek

açılarından son derece başarılı bir programdır.

Yeni Zelanda

Yeni Zelanda Girişim Sermayesi Yatırım Fonu (NZVIF) Ltd.

Yeni Zelanda Girişim Sermayesi Yatırım Fonu (NZVIF)¹¹⁰ Yeni Zelanda hükümeti tarafından 2002 yılında kurulmuş, halen 2004 yılında çıkan "Crown Entities" Yasası'na göre faaliyetlerini sürdüren öncelikli kar amacı gütmeyen bir şirkettir. Şirketin misyonu Yeni Zelanda'da verimlilik ve ihracatın artmasını sağlayacak geleceğin sektörlerinde yüksek yenilikçi firmalara finansman sağlayacak aktif ve sürdürülebilir bir girişim sermayesi sektörünün gelişmesini desteklemektir. NZVIF, zaman içerisinde pazarın değişen ihtiyaçları ve kamunun girişim sermayesi sektörü anlayışındaki gelişmeye paralel olarak evrimleşmiştir.¹¹¹ NZVIF üzerinden kurgulanan kamu müdahalesinin başarı göstergeleri,

- Yeni Zelanda'da erken aşama girişim sermayesi yatırımlarında artan hareketlilik,
- Yeni Zelanda'da erken aşama girişim sermayesi fonlarını yönetebilecek uygun kalifikasyonlardaki profesyonellerin sayısındaki artış,
- Araştırma kurumları ve üniversitelerden çıkan araştırma sonuçlarının ticarileşmesindeki artış,
- Küresel düzeyde faaliyet gösteren ve bilinen Yeni Zelanda firmalarının sayısındaki artış olarak belirlenmiştir.

NZVIF \$160 milyonu girişim sermayesi fonların fonu, \$40 milyonu ise çekirdek eş yatırım fonu olmak üzere iki fonun yönetimini yürütmektedir. Buna ilave olarak NZVIF, Yeni Zelanda hükümetinin sağladığı ilave bir kaynak ile Yeni Zelanda'daki girişim sermayesi sektörünün gelişimini destekler diğer yatırım dışında faaliyetleri de yürütmektedir.

NZVIF, Ekonomik Kalkınma Bakanlığı ve Finans Bakanlığı'nın hissedar olduğu bir şirkettir. NZVIF'in finansmanı Ekonomik Kalkınma Bakanlığı'nın bütçesinden sağlanmaktadır. Ancak hissedar bakanlıkların NZVIF'in faaliyetlerine müdahalesi yıllık faaliyet raporlaması ve yıllık faaliyet hedeflerinin onaylanması ile sınırlıdır. NZVIF, Yeni Zelanda hükümeti tarafından özel sektörden uygun tecrübede profesyoneller arasından atanan 5 kişilik bir yönetim kurulu tarafından yönetilmektedir. Şirket, Yeni Zelanda Ekonomik Kalkınma Bakanlığı'na karşı "Yatırım Fonu Yönetimi" protokolü çerçevesinde sorumlu olarak faaliyet göstermektedir.

¹¹⁰ www.nzvif.com

¹¹¹ Evaluation of the Venture Investment Fund. Kasım 2009. Yeni Zelanda Ekonomik Kalkınma Bakanlığı.

	2002	2003	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
	\$100 M i Girişim Sermayesi Fonu		\$40 M i Çekirdek Fonu	\$60 M i ilave Girişim Sermayesi				\$40 M i Girişim Sermayesi Garantisi	
Özel sermaye katılımında artış		Girişim sermayesine \$150 M ösel sermaye taahhüdü	Girişim sermayesine \$50 M ösel sermaye taahhüdü		Girişim sermayesine \$65 M ösel sermaye taahhüdü			Melek yatırımcılar \$50 M üzerinde yatırım yaptı	Toplam \$400M özel sermaye yatırıldı
Tacuzbetive profesyonel yatırımcıların katılımı arttı	İlk iki NZVIF fonunun kuruluşu	Dördüncü NZVIF fonunun kuruluşu	Beşinci NZVIF fonunun kuruluşu	Altıncı NZVIF fonunun kuruluşu	Beşinci çekirdek sermaye yatırım ortaklığının kurulması	Dokuzuncu çekirdek sermaye yatırım ortaklığının kurulması	Onbirinci çekirdek sermaye yatırım ortaklığının kurulması	Onüçüncü çekirdek sermaye yatırım ortaklığının kurulması	16 aktif melek yatırımcı ve fonu
Erken aşama yatırımcıların bir ortam	NZVCA'nın kuruluşu	NZVIF tarafından girişim sermayesi yatırım garantisi geliştirildi	Genç Firma Finans kurumunun kuruluşu	Melek yatırımcılar tarafından standart yatırım sözleşmelerinin kullanılmaya başlanması	Sınırlı sorumlu ortaklık mevzuatı kabul edildi	AANZ kuruldu	NZVIF tarafından özel sermaye yatırım performansı yayınlandı	NZVCA aktif kurulları yayınlandı	Power of Angel Investing seminerleri
Artan sayıda başarılı erken aşama firma		NZVCA idare mekânlaşması kuruldu	NZVIF fonlarının ilk yatırımları	NZVIF portföy şirketlerindeki toplam çıkan sermaye \$500'u geçti	NZVIF portföy firmalarının toplam cırası \$100 M u geçti	İki NZVIF portföy firmasının cırası \$30 M u geçti	NZVIF portföy firmalarının ortalamı çıkan sermaye cırası \$250 k oldu		NZVIF fonlarının tarafından 100 firmaya yatırım yapıldı
									\$300 M ösel sermaye NZVIF fonları ile serbest sermaye teknoloji firmalarına yatırıldı

Şekil 23 – NZVIF'in Yeni Zelanda Girişim Sermayesi Pazarı'ndaki Etkisi ¹¹²

NZVIF sadece sınırlı sorumlu ortak prensibine göre faaliyet gösteren kapalı uçlu fonlara yatırım yapabilir. NZVIF'in herhangi bir fona yapabileceği yatırım miktarı \$25 milyonla sınırlandırılmıştır. NZVIF'in halen tabi olduğu kurallar, şirketin farklı aşamalarda yatırım yapmak hibrid stratejisine sahip fonlara yatırım yapmasına imkan sağlamaktadır. Bundaki amaç, erken aşama girişim sermayesi yatırımlarını riskli gören girişim sermayesi fon yöneticilerine ileri aşama yatırımlarla portföylerinde yatırımcıları için daha avantajlı bir risk profili yaratmaya imkan sağlamaktır. Buna göre, çekirdek ve başlangıç aşamasında NZVIF özel yatırımcılar ile 1 : 1 oranında yatırım yaparken, bu oran büyüme aşamasında 1 : 2, ileri aşamalarda ise 1 : 5'e kadar düşmektedir. NZVIF tarafından desteklenen bir fonun NZVIF'in sağladığı kaynağın en fazla %15'ini bir firmaya yapılan yatırımda kullanmasına izin verilmektedir.

NZVIF'in herhangi bir girişim sermayesi fonundaki hissesinin diğer yatırımcılar tarafından ilk beş yıl içerisinde kamunun borçlanma maliyetine göre hesaplanacak bir faiz ile satın almalarına imkan tanınmaktadır. Satın alınma opsiyonunun gerçekleşmediği durumlarda NZVIF de fonda diğer özel yatırımcılarla aynı haklarda bir yatırımcı olarak kardan pay alır. NZVIF'in yatırımlarından oluşacak serbest bakiye (ileri yatırım taahhütlerinden artı kalan miktar) bütçeye iade edilir. NZVIF'in özel yatırımcıları dışlayacak şekilde pazarda baskın olmaması ve yatırımlarından kamu finansman maliyetinin ötesinde bir kar beklentisi taşımaması temel ilkedir.

NZVIF, 2008 yılında ortak olunan girişim sermayesi fonlarından portföy firmaları için ilave yatırım ihtiyacı duyan fonlara ilave finansman sağlamak üzere ek-fonlar ("Annex Fund") kurulması uygulamasını da başlatmıştır. Ek-fonlar, portföydeki az sayıdaki firmaya en fazla firma başına \$ 2 milyon yatırım

112 NZVIF (2011) Faaliyet Raporu.

yapmak üzere NZVIF'in en fazla \$5 milyon taahhüdü ile kurulmaktadır. Ek-fonla sağlanacak kaynağın girişim sermayesi fonun mevcut ortaklarının dışındaki yeni yatırımcıları teşvik etmesi esastır.

2001 - 2008 yılları arasında NZVIF'e toplam 39 girişim sermayesi fonu başvurmuş, bunlardan 19'u değerlendirilmiş, 11'i ile ön şartlar konusunda mutabık kalınmış ve 6'sına yatırımcı olarak katılmıştır. 2011 yılı itibari ile NZVIF'in ortak olduğu girişim sermayesi fonu sayısı 7'dir. 2010 yılı itibari ile NZVIF'in taahhüdü bulunan 6 fona toplam \$70,5 milyon kamu kaynağı yatırılmış, buna karşılık yatırımlardan elde edilen gelirlerin toplamı \$16,5 milyona ulaşmıştır. 2011 yılı itibari ile yatırım yapılan hiçbir girişim sermayesi fonunda özel yatırımcılar satın alma opsiyonunu kullanmamıştır.¹¹³

NZVIF'in yatırımcı olduğu girişim sermayesi fonlarının yatırım yaptığı toplam 107 firmanın 68'i ihracatçı firma, 23'ü üniversite ve araştırma kurumlarından çıkmış firmalar, %82'si ise yüksek teknoloji alanlarda faaliyet gösteren firmadır.

İspanya

NEOTEC Programı

NEOTEC girişim sermayesi fonların fonu İspanya hükümetinin yenilik ve Ar-Ge destek ajansı CDTI ile Avrupa Yatırım Fonu (EIF)'in ortak girişimi olarak oluşturulmuş bir programdır. NEOTEC fonların fonunun yönetimi EIF tarafından yapılmaktadır. NEOTEC programını girişim sermayesinin kamu tarafından desteklenmesi konusunda diğer benzer yapılara göre ilginç bir örnek haline getiren bazı özellikler bulunmaktadır.

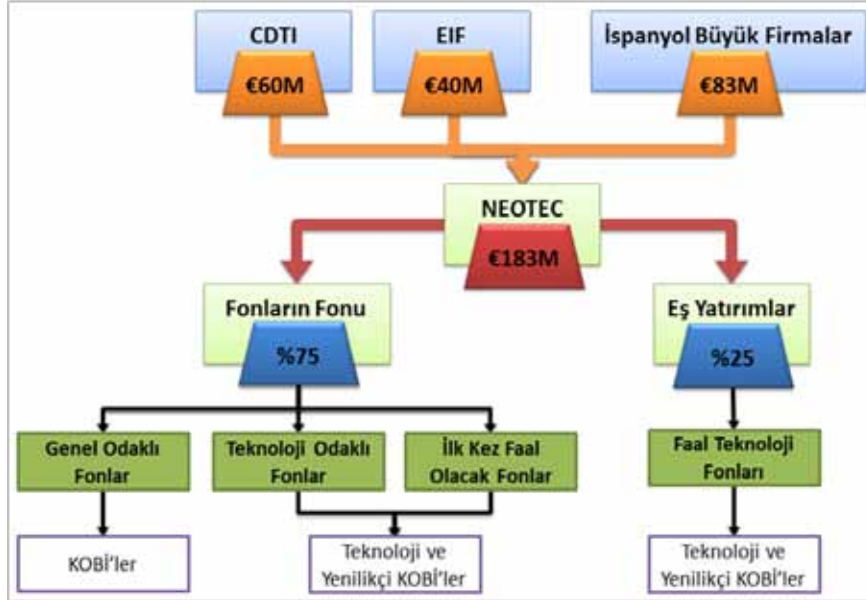
NEOTEC'i ilginç bir örnek kulan birinci husus, toplam €183 milyon olan fon büyüklüğünün €83 milyon gibi bir tutarının (fon büyüklüğünün %45'i) büyük İspanyol firmaların taahhütlerinden oluşmasıdır. Özel sektörün bu düzeydeki katılımı NEOTEC fonların fonunu gerçek anlamda bir kamu özel sektör ortak girişimi örneği olarak öne çıkarmaktadır. Toplam 14 firmanın içerisinde finans kuruluşları, enerji ve inşaat firmaları ile telekom ve teknoloji firmaları da bulunmaktadır. İspanyol telekom firması Telefonica'nın fona olan taahhüdü €10 milyondur. Özel sektör yatırımcıları yatırım komitesinde iki sandalye ile dönüşümlü ikişer yıllık sürelerle gözlemci olarak temsil edilmektedir.

İkinci tasarım özelliği ise, NEOTEC fonunun CDTI tarafından ulusal düzeyde yürütülmekte olan ve aynı adı taşıyan iki aşamalı bir şartlı borç programının üçüncü aşaması olarak kurgulanmış olmasıdır. NEOTEC programının ilk iki aşamasında gelişimi desteklenen genç teknoloji firmalarının NEOTEC tarafından yatırım yapılan girişim sermayesi fonları için uygun yatırım adayları ("deal flow") sağlaması beklenmektedir. Bu kapsamda programda yer alan firmaların girişim sermayesi fonlarının yöneticileri tarafından izlenebileceği bir web portalı da işletilmektedir.

NEOTEC fonu girişim sermayesi fonlarına yatırım yapılan bir fonların fonu (toplam fonun %75'inin tahsis edildiği) ile halen faaliyette olan girişim sermayesi fonları ile yapılacak eş yatırımlar (fonun geri kalan %25'inin tahsis edildiği) şeklinde yapılandırılmıştır. Fonların fonundan yapılacak herhangi bir yatırımın fonun toplam büyüklüğünün % 15'inin altında kalması, eş yatırımların ise €5 milyon ile sınırlı olması kural olarak konulmuştur. (Şekil 24) NEOTEC fonunun yatırım süresi 2011 yılında tamamlanmış olup, toplam 8 girişim sermayesi fonuna ortak olunmuş, 4 girişim sermayesi fonu ile

113 NZVIF (2011) Faaliyet Raporu.

de eş yatırım yapılmıştır. Bugüne kadar NEOTEC'den sermaye kullanan girişim sermayesi fonlarının yatırım yapmış olduğu firma sayısı 60'dır.



Şekil 24 – NEOTEC Fonların Fonu Yapısı

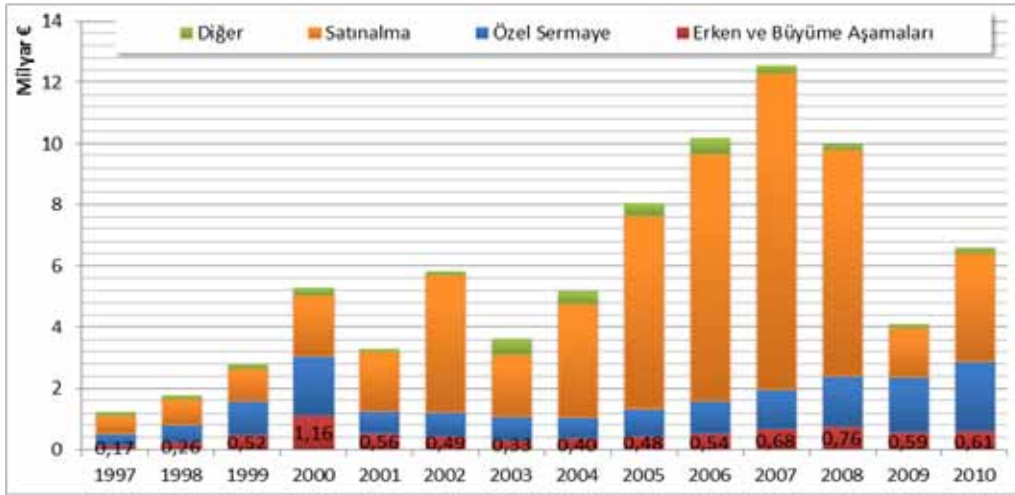
NEOTEC programının birinci fazından faydalananacak firmaların en fazla iki yaşında olmaları, kurucularının üniversite veya araştırma kurumlarından çalışmış araştırmacılar veya özel sektöre uygun tecrübeye sahip olmaları beklenir. Başvuru sahiplerinden iş fikri ile ilgili 5 yıllık bir iş planı hazırlamaları talep edilir. CDTI, NEOTEC kapsamında bu planın ilk 2 yıl için planlanan faaliyetleri destekler. Başvuruda esas alınacak bütçenin asgari €240.000 olması beklenir. CDTI, onaylanan iş planının %70'ini azami € 350.000 katkı ile destekler. Katkı tutarı yüksek teknoloji alanlarında €400.000'e biyoteknoloji alanında ise €600.000'a kadar yükseltilebilir. Kurucu ortaklardan sağlanan destek için hiçbir teminat talep edilmez, ancak kendi hisselerine düşen %30'luk kısmın proje başlamadan bir hesapta bloke edilmesi talep edilir. Onay sonrasında destek tutarının %40 - %60'lık kısmı avans olarak firmaya derhal ödenir. Bakiye destek ise projenin başarı ile tamamlanmasını takiben ödenir. Desteğin geri ödemesi firma pozitif nakit akışı sağladığı yıllarda, söz konusu nakdin %20'si ile sınırlı kalmak üzere yapılır.

Programın ikinci aşamasına ise 2 ile 6 yaş arasındaki firmalar kabul edilir. Destek koşulları birinci faz ile aynı olup, destek limiti €1.000.000'dur. Avans ödemesi ise bütçenin %25'i tutarında yapılır. Programın herhangi bir fazından destek alacak firmalarda diğer bir firmanın %25'den fazla hissesinin olması ve kurucu ortakların hissesinin asgari %50 olması beklenir. Destek, salt Ar-Ge desteği olmayıp, firmaların kuruluş aşamasındaki tüm faaliyetleri desteklenir. Başvuran firmalardan Ar-Ge harcamalarının toplam işletme giderlerindeki payının %15'in üzerinde olduğunu belgelemeleri de istenir. İkinci aşama destek için de nakit akışı ve geri ödemeler birinci aşamaya benzer şekilde yürütülür.

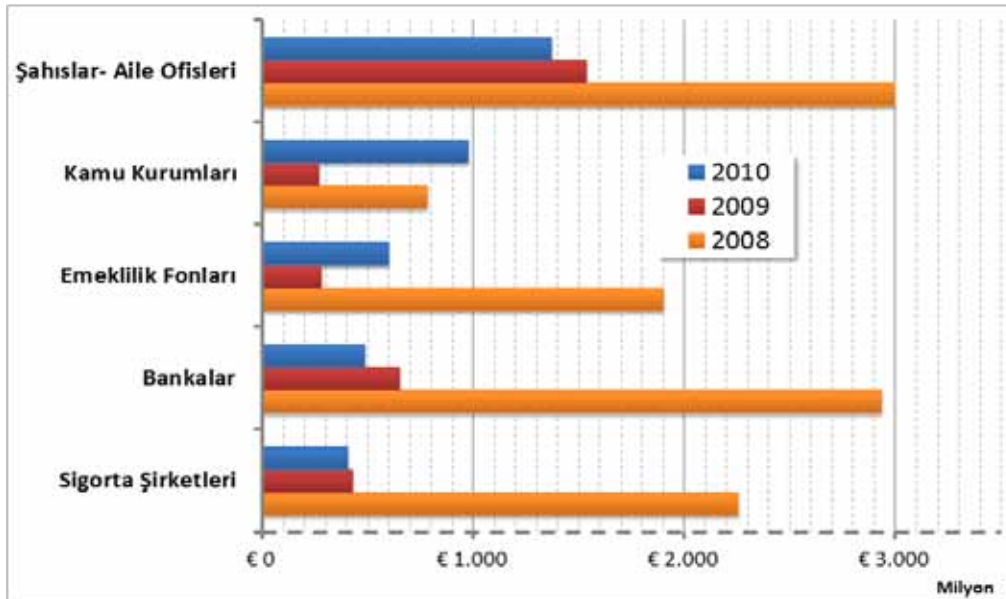
Fransa

Girişim Sermayesi Garanti Programı

Fransa, İngiltere'den sonra Avrupa'nın ikinci büyük girişim sermayesi pazarı olarak oldukça canlı bir girişim sermayesi pazarına sahiptir. (Şekil 25) Bununla birlikte girişim sermayesi fonlarının performansı ve bu fonlara yatırım yapacak kurumsal yatırımcıların iştahı ekonomik koşullara ve yeni düzenlemelerin getirdiği sınırlamalara göre yıllara göre değişimler göstermektedir. (Şekil 26)

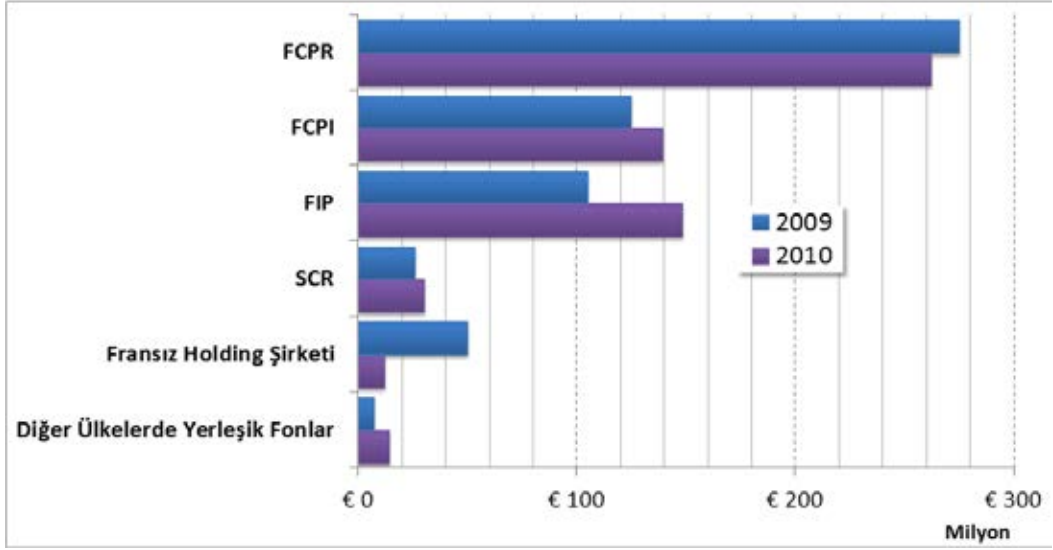


Şekil 25 – Fransa Girişim Sermayesi Pazarı¹¹⁴



Şekil 26 – Fransız Girişim Sermayesi Pazarı Yatırımcı Profili¹¹⁴

Fransa'da girişim sermayesi faaliyetleri farklı yatırım araçları üzerinden yürütülmektedir. Bunlar, kendi sermayeleri ile yatırım yapan araçlar (SCR – vergi muafiyetlerine sahip girişim sermayesi yatırım şirketi, melek yatırımcılar, holdingler ve SIBA – melek yatırımcı ortaklık şirketleri) ile yönettikleri fonlar ile yatırım yapan ve farklı vergi muafiyetlerinde yararlanan yönetici yapılarıdır. (FCPR – girişim sermayesi fonu, FCPI – yenilik girişim sermayesi fonu, FIP – bölgesel girişim sermayesi fonu) (Şekil 27)



Şekil 27 - Fransa'da Farklı Yatırım Araçlarının Yaptığı Girişim Sermayesi Yatırımları¹¹⁴

Sürdürülebilir bir girişim sermayesi pazarının iki temel aktörü girişim sermayesi fonlarına yatırım yapacak yatırımcı ortaklar ve bu girişim sermayesi fonlarını yönetecek yönetici ortaklardır. Burada girişim sermayesi fonlarına sermaye sağlayacak yatırımcıların yatırım tercihlerini etkileyen iki önemli etken öne çıkmaktadır. Bunlardan birincisi; alternatif bir yatırım aracı olarak girişim sermayesi yatırımlarının performansı ve ikincisi ise girişim sermayesi fonlarına sağlanan yatırımlarından değişen likidite koşullarında hızlı çıkış imkanlarıdır. Girişim sermayesinin tabi olduğu spekülative dönemlerde güçlü yatırımcı algısı sonucu oluşan fazla yatırım arzı, söz konusu dönemlerinin sonunda girişim sermayesi fonlarının performansında keskin düşüşler olarak yatırımcıya dönmekte ve özellikle değişen makro ekonomik koşulların yarattığı kaygılar, kurumsal yatırımcıların artan oranda erken aşama girişim sermayesi yatırımlarından uzaklaşması sonucunu doğurmaktadır.

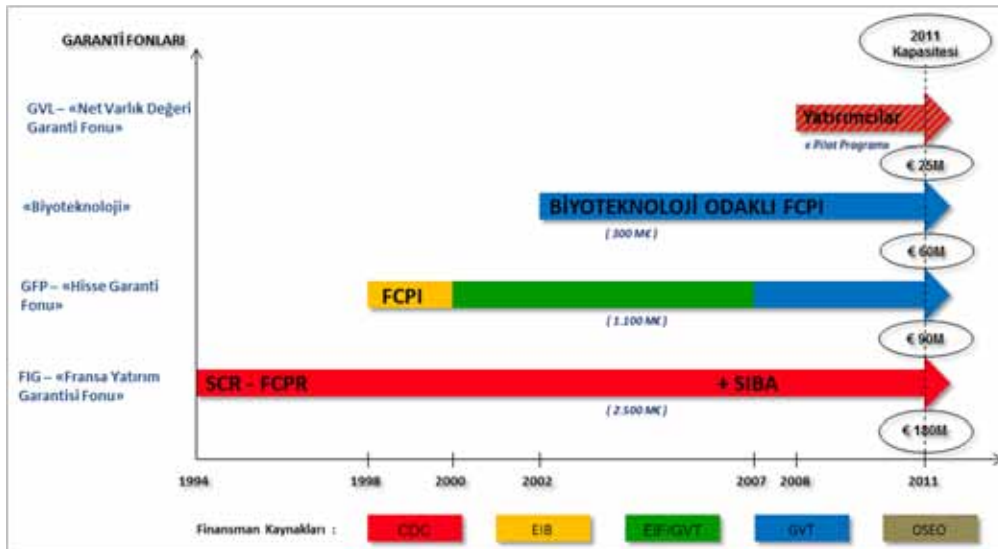
Girişim sermayesinin tabi olduğu bu dinamikleri iyi yorumlayan Fransız hükümeti 1994 yılından beri girişim sermayesine yönelik farklı garanti programları uygulamaktadır. Başlangıçta girişim sermayesi fonlarına yönelik sağlanan bu destek, 2008 senesinden itibaren pilot uygulama seviyesinde doğrudan yatırımcılara da sağlanmaya başlanmıştır. (Şekil 28) Desteğin amacı özendirilmek istenen yatırım profilindeki yatırımlara bir üst limite kadar kayıplarına karşılık nakit garanti sağlamaktır.

Destek kapsamına alınacak girişim sermayesi fonlarının erken aşama ve büyüme girişim sermayesine odaklı, pazarda kendini kanıtlamış, yatırımcılar arasında %50'den fazla kamu hissesinin olmadığı (çekirdek yatırımlarda bu oranın %70 altında olması şartı aranır.) SCR, FCPI/FCPR veya SIBA mev-

zuatına uygun faaliyet gösteriyor olması gerekir. Garanti desteğinden yararlanacak yapıların girişim sermayesine Fransa'da sağlanan diğer vergi teşviklerini kullanmayacaklarını beyan etmeleri şartı da aranmaktadır. Başvurular, yatırımcı hissedarlar, yatırım politikası, hedefler, aday firmalar bilgisi ve yönetici takım hakkında ayrıntılı bilgiler ile Fransız ulusal inovasyon ajansı OSEO'ya yapılır. Destek kapsamına alınma kararı OSEO'nun yönetim kurulu tarafından alınır.

Garanti desteğinden yararlanacak fonlar OSEO ile yıllık olarak, portföylerinde yer alan tüm uygun yatırımları kapsayacak bir anlaşma yaparlar. Yatırım kararları tamamen yatırım fonunun yönetimine ait olarak kalır. Garanti kapsamında değerlendirilecek yatırımlar, Fransa'da yerleşik 7 yaşından genç KOBİ'ler veya "yenilikçi" KOBİ'ler veya 7 yaşından yaşlı ancak €10 milyon altında cirosu olan KOBİ'lere yapılan küçük satın alma yatırımlardır.

Yatırım değerinin %50'si olarak sağlanan garanti, 5 yaşından küçük firmalar için %70 olarak uygulanır. Garantinin süresi yatırımdan itibaren 10 yıldır. Bu süre içerisinde fon OSEO'ya yatırımların %0,30'u oranında yıllık bir harç öder. Ayrıca garantiden yararlanan fon başarılı çıkışlarından %10'luk bir hisseyi ödeme miktarı o tarihe kadar yararlanmış olduğu garantilerle sınırlı kalmak kaydı ile geri öder. Bu sayede garanti fonunun asgari kamu katkısı ile sürdürülebilir olması hedeflenmiştir. Garantiden yararlanmak için herhangi bir çıkışta fonun %50'den fazla yatırım kaybına tabi olması yeterlidir. OSEO program kapsamında Fransa'da her yıl yapılan girişim sermayesi yatırımlarının yaklaşık %50'sini garanti kapsamında desteklemektedir.

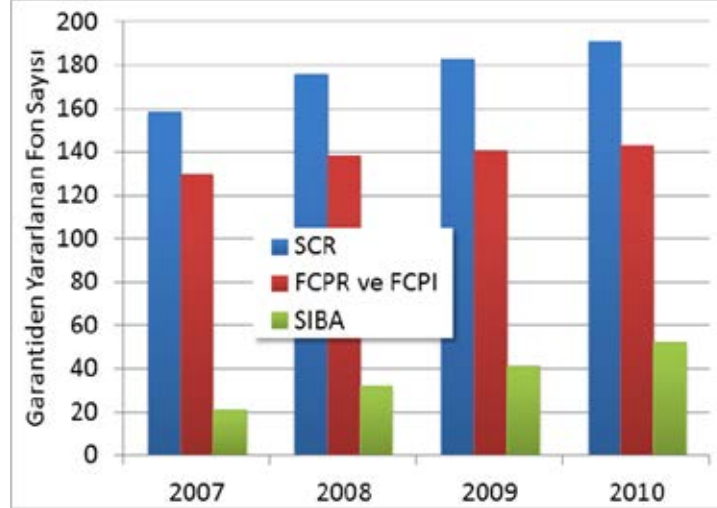


Şekil 28 – Fransa'da Uygulanan Girişim Sermayesi Garanti Desteği¹¹⁵

Programın garanti kapasitesini yönetebilmek üzere, fonlara yıllık garanti anlaşmaları kapsamında sağlanan toplam garanti için bir üst limit uygulanmaktadır. Taahhüt edilen toplam portföy riskinin belirlenmiş bir çarpan ile çarpılması ile hesaplanan bu üst limit fonun yıl için garantiden yararlanabileceği toplam miktarı belirler. Eğer fon karının %10'unu garanti programı ile paylaşmayı taahhüt ederse bu çarpan 0,3 olarak uygulanır; fonun kar paylaşımının %25 olmasının kabul etmesi durumunda

¹¹⁵ OSEO, (2011). Venture Capital in France : Overview and OSEO Programmes.

ise çarpan 0,5'e yükselir. Portföy için sağlanan garanti anlaşmanın yıllık olarak yenilenmesi ile aynı şartlarla uzatılır. Genelde uygulamada 3 yıllık garanti anlaşmaları yapılmaktadır. Bu durumda sağlanan toplam garanti etkisi yıllık hesaplananın 3 katı olarak gerçekleşmektedir.



Şekil 29 – Garanti Desteğinden Yararlanan Girişim Sermayesi Yatırım Araçları

Garanti desteğinin sağladığı imkan farklı yatırımcılar için farklı amaçlarla kullanılmaktadır. Örneğin finans kurumuna bağlı olarak faaliyet gösteren bir yatırım fonu bunu gerektiğinde yatırımlardan likidite yaratmak için kullanırken, aynı destekten yararlanan melek yatırımcı ortaklığı ortaklığın yatırım kapasitesini üyelerin toplam taahhüdünün üstünde döndürebilmek için kullanmaktadır. (Şekil 29)

İrlanda

Çekirdek Sermaye Programı

İrlanda küçük nüfusuna karşın Avrupa'nın en canlı girişim sermayesi pazarlarından birine sahiptir. İrlanda hükümeti diğer pek çok AB üyesi ülkenin aksine iş gücü göçü konusunda daha liberal bir çizgi izlemekte, özellikle ABD'de yaşanan İrlanda asıllı toplumun aracılığı ile yabancı sermaye yatırımlarını çekmek konusunda oldukça agresif davranmaktadır. Son yaşanan ekonomik kriz öncesinde çok konuşulan "İrlanda mucizesi", İrlanda'nın AB'ye katılım sürecinde kendine sağlanan finansmanı eğitim ve teknoloji geliştirme altyapısına yönlendirmesi ile açıklanmaktadır.

	1994 - 1999 Programı	2000 - 2006 Programı	2007 - 2012 Programı
Toplam Fon Büyüklüğü (K €)	147,880	473,085	550,613
Yatırım Sayısı	514	691	114
Toplam Yatırılan (K €)	7,473	345,124	80,128

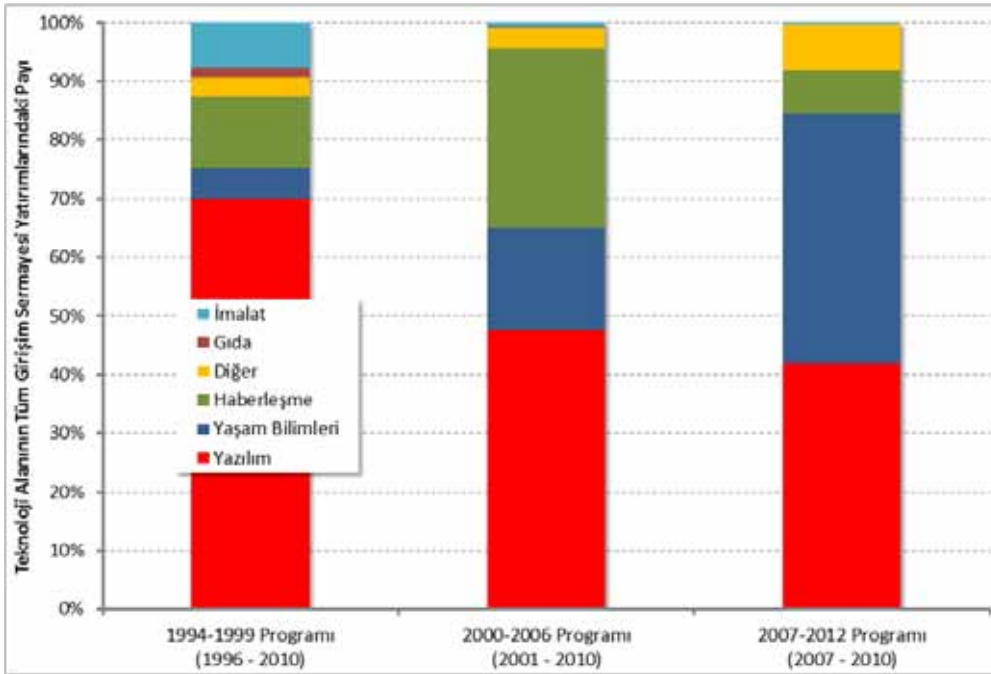
Tablo 2 – Enterprise Ireland Girişim Sermayesi Programları^{116, 117}

116 Seed & Venture Capital Program Report (2010). Enterprise Ireland.

117 Aralık 2010 itibarı ile.

İrlanda'nın pek çok avantajına ve bu konudaki uluslararası markasına rağmen, İrlanda'da kamu, ulusal inovasyon destek ajansı Enterprise Ireland üzerinden 1994 yılından beri aktif bir yatırımcı olarak girişim sermayesi pazarını sürüklemeye devam etmektedir. (Tablo 2) Bu kapsamdaki faaliyetler İrlanda'nın kalkınma planlarına uygun bütçe dönemleri içerisinde 5'er yıllık yatırım programları olarak sürdürülmektedir.

Enterprise Ireland, 1994 - 2011 yılları arasında toplam 41 girişim sermayesi fonuna €325 milyon yatırım sağlayarak toplam €1,2 milyar girişim sermayesi yatırım hacminin oluşmasına öncülük etmiştir. İrlanda'da haberleşme ve yazılım sektörünün girişim sermayesinden aldığı pay bariz olmakla birlikte, son yıllarda girişim sermayesi yatırımlarında yaşam bilimlerinin aldığı payın yükselmekte olduğu gözlenmektedir. (Şekil 30) Bilişim sektörüne göre daha gelişmiş bir yatırımcı ve yönetici profili gerektiren bu sektörün gelişmesinin İrlanda hükümetinin farklı politika alanlarındaki bütünleşik ve uzun soluklu politika ve programlarının bir sonucu olduğu iddia edilebilir. Yaşam bilimleri sektörünün özellikle üniversite ve araştırma altyapısı ile beraber çalışma ve işbirliği ihtiyacı da dikkate alındığında İrlanda'daki yatırım ekosisteminin gelişme düzeyi de daha iyi değerlendirilebilecektir.



Şekil 30 - Enterprise Ireland Girişim Sermayesi Programları Yatırım Alanları ¹¹⁶

2007 - 2012 program döneminde İrlanda hükümeti Enterprise Ireland üzerinden girişim sermayesi sektörüne yönelik 3 program yürütmektedir. Bunlardan birincisi olan girişim sermayesi yatırım programı kapsamında 2011 yılı sonu itibari ile Enterprise Ireland'ın €511 milyon fonun yönetildiği 11 fonda hissesi bulunmaktadır. Enterprise Ireland, yatırım yaptığı fonlarda toplam yatırımın azami %25'ini taahhüt etmekte diğer yatırımcılar ile eşit hak ve sorumluluklarda katılım sağlamaktadır. Yatırım yapılacak girişim sermayesi fonları, hedef sektörlerin Enterprise Ireland'ın öncelikli sektörlerine uyumuna göre önceliklendirilmektedir. Enterprise Ireland'ın diğer uygulamakta olduğu program ise "Innovation Fund Ireland" fonudur. Fonun amacı küresel düzeyde marka olmuş girişim sermayesi yö-

netici takımları İrlanda'ya çekmektir. Yatırım yapılacak takımlardan Avrupa'daki faaliyet merkezlerini İrlanda'da oluşturmaları ve Enterprise Ireland'ın katkısı kadar fonu diğer yatırımcılardan sağlamaları beklenmektedir. Bu kapsamda 2011 yılı sonu itibari ile 3 fona toplam €60 milyon taahhüt edilmiştir.

İrlanda'da özellikle çekirdek aşama yatırımcı profilinde gözlenen sıkıntılar, Enterprise Ireland'ın 2007 - 2012 programında bu konuda bir faaliyet başlatmasını tetiklemiştir. Ancak, pazar şartlarında sürdürülebilir faaliyetleri destekleme prensibi ile kendini sınırlayan Enterprise Ireland, €50 milyonun altında bir fon büyüklüğünün ekonomik olarak sürdürülebilir olmadığını değerlendirmiş, bu sebeple de çekirdek sermaye aşamasında faaliyet gösterecek bağımsız fonları desteklememeyi kararlaştırmıştır. Alternatif olarak, çekirdek aşamada gözlenen zafiyeti, sentetik olarak halen faaliyette olan girişim sermayesi fonları ile çözmek modeli geliştirilmiştir. Bu kapsamda, erken aşama girişim sermayesi yatırımı yapan fon yönetici şirketlerin yönetiminde oluşturulacak çekirdek sermaye yatırımı yapan alt fonlar kurulması modeli benimsenmiştir. 2009 yılında yaşanan ekonomik kriz ve bu kriz sonrasında bankalara sağlanmakta olan kamu yardımının bir şartı olarak, kamudan yardım alan bankalardan kurulacak çekirdek sermaye fonlarına yatırımcı olmaları beklendiği de iletilmiştir. Bu sayede oluşan ilave yatırım imkanı sağlanacak doğrudan kamu yatırımı için ilave özel sektör sermayesinin harekete geçirilmesine imkan sağlamıştır. Bu kapsamda 2011 yılı sonu itibari ile İrlanda'nın bilinen girişim sermayesi fon yönetici şirketleri yönetiminde toplam €124 milyon fon yöneten 4 fon faaliyete geçmiştir. Fonlar yılda 40 yatırım gibi yüksek tempoda yatırım yapmaktadır.

Fonu yönetecek takımlara yatırım dönemi içerisinde yapılan yatırımın belirli bir oranında (tipik olarak %8,75'i düzeyinde) bir ödeme yatırım sırasında yapılmaktadır. Bunun üzerine herhangi bir yatırımdan yatırılan sermayenin %50'si ile %100'ü arasında bir dönüş olması durumunda yönetici takıma dönüşün belirli bir oranında (tipik olarak %2'si), %100'ün üzerinde dönüşlerde ise dönen miktarın belirli bir oranında (tipik olarak %3,5'u) bir ödeme yapılmaktadır.¹¹⁸ Onun dışında çekirdek sermaye fonları için herhangi bir düzenli yönetim gideri ödemesi yapılmamaktadır.

Programın önemli etkilerinden birisi de, program kapsamında çekirdek sermaye alan girişimcilerin önemli bir kısmının aynı yönetici takımların yönettiği erken aşama girişim sermayesi fonlarından ilave yatırım alması olmuştur. Özellikle erken aşama girişim sermayesi fonları açısından sağlanan çekirdek finansman imkanı, ileriye dönük yatırım adaylarını ilave bir risk almadan desteklemek ve izlemek için önemli bir fırsat yaratmıştır.

İskoçya

İskoç Eş-Yatırım Fonu

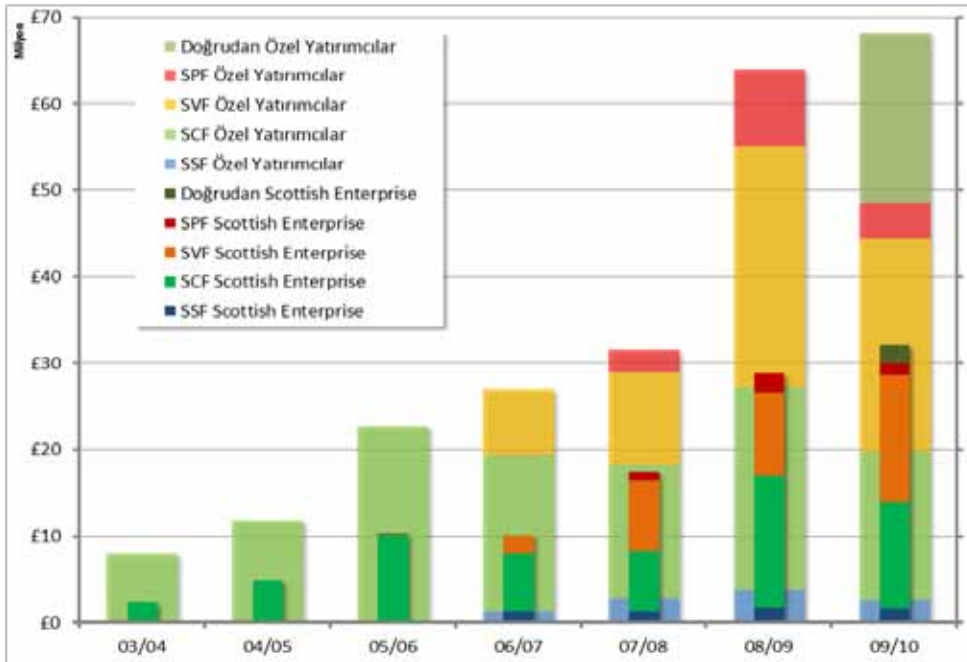
İskoçya Bölgesel Hükümeti, inovasyon ajansı Scottish Enterprise aracılığı ile İskoçya'da girişim sermayesinin gelişmesi için farklı programlar yürütmektedir. Scottish Enterprise, İskoçya'daki en büyük kurumsal girişim sermayesi yatırımcısıdır. Scottish Enterprise'in uygulamakta olduğu farklı girişim sermayesi programları (Şekil 31);

- İskoç Çekirdek Sermaye Fonu (SSF), İskoçya'da faaliyet gösteren yüksek büyüme potansiyeli

¹¹⁸ Her ne kadar yönetici ortağa sağlanan şartlar standart %2,5 ve %20 dağıtım kuralına göre dezavantajlı görüne de, kar dağıtımının her yatırım özelinde yapıldığı düşünüldüğünde standart uygulamaya oranla çok daha avantajlı şartlar sağlandığı görülmektedir.

olan genç firmalara ürün geliştirme ve ticarileştirme süreçlerinin son evresinde £20.000 - £100.000 yatırım yapan, Scottish Enterprise tarafından yönetilmekte olan bir fondur. Fondan yatırım alacak firmalarının kaynak ihtiyacının %50'sini özel bir yatırımcıdan (örneğin İş Meleği) sağlamış olmaları beklenir. Yatırım hisse veya hisseye çevrilebilir borç olarak yapılır, ancak Scottish Enterprise yatırım yapılan firmada %29,9'un üzerinde bir hisseye sahip olamaz.

- İskoç Eş Yatırım Fonu (SCF), yüksek büyüme potansiyeli olan genç firmalara £100.000 - £1.000.000 arası program ortağı özel yatırımcı ile birlikte eş yatırım sağlayan bir fondur. Fonun katılacağı toplam yatırım miktarı £2.000.000'u geçemez. Fon İskoç Yatırım Bankası (SIB) ile birlikte yürütülmektedir. Fonun yapılan yatırımdaki hissesi %29,9'u geçemez. Eş yatırımın özel yatırımcı ile 1 : 1 oranında olması şartı aranmaktadır.
- İskoç Girişim Fonu (SVF), KOBİ'lere £2.000.000 ile £10.000.000 aralığında yapılacak sermaye, borç veya köprü finansmanı tarzındaki yatırımlara £500.000 ila £2.000.000 yatırım ile katılan bir girişim sermayesi fonudur. Fon, Scottish Enterprise ve SIB tarafından yönetilmektedir. Yapılacak yatırımda fonun hissesi %29,9'u geçemez. Yapılacak toplam yatırımın en az %50'sinin özel yatırımcılar tarafından sağlanması esastır. Fona "Yatırım Arama Ortakları" ("Deal Promoting Partner") tarafından getirilen yatırım adayları fon yönetimi tarafından değerlendirilerek, fonun "Yatırım Ortakları" ("Deal Venture Partners") arasında duyurulur. Oluşturulan konsorsiyum eşit şartlarda yatırımı yapar.
- İskoç Portföy Fonu (SPF), ise Scottish Enterprise'in yatırımcı olarak hisse sahibi olduğu firmalara ihtiyaç halinde ilave yapılacak yatırımların karşılandığı ayrı bir fondur.



Şekil 31 – Scottish Enterprise Tarafından Farklı Programlar Altına Yapılan Yatırımlar ve Özel Sektör Katkıları¹¹⁹

Scottish Enterprise'in yürüttüğü fonlardan, uluslararası düzeyde örnek alınan İskoç Eş-Yatırım Fonu'dur. Bu model bilahare İngiltere'nin diğer bölgeleri için de farklı fonlar ve yönetimlerle uygulanmış, halen Avrupa'da farklı ülkelerde yayılmaktadır. Eş-yatırım fonuna 2008 yılında yapılan sermaye aktarımı ile fonun büyüklüğü £72 milyona ulaşmıştır. Fonun ana tasarım prensibi, kamunun özel sektör tercihlerini takip eden "sessiz" bir yatırımcı olmasına dayanmaktadır.

Bu kapsamda eş-yatırım yapılacak ortaklar Scottish Enterprise tarafından geçmiş performansları, süreçleri, tecrübe, yönetici yetkinlik ve ulaşabildikleri yatırımların kalitesi açısından değerlendirilerek programa kabul edilir. Fon, eş-yatırım ortağı olarak kabul edilen yatırımcılardan gelen yatırım önerilerini ilave bir değerlendirmeye tabi tutmadan fonun kuralları çerçevesinde destekler. Eş-yatırım ortakları, fonun hissesini diğer tüm yatırımcılar ile eş haklarda yönetir. Bunun karşılığında her yapılan yatırım için yatırımın %2,5'u oranında bir ödeme eş-yatırım ortağına yapılır. Yatırıma ait diğer masraflar ise yatırım yapılan firmaya sağlanan fondan karşılanır. Eş-yatırımcı ortağın başarılı yatırım çıkışlarından alacağı başarı primi ise yapılan özel anlaşmada belirlenir.

Eş-yatırım fonu ile 2010 - 2011 döneminde 109 KOBİ'ye (bilişim, yaşam bilimleri, yenilenebilir enerji sektörleri ağırlıklı olmak üzere) £23 milyon yatırım yapılmış, buna karşılık £54 milyon özel yatırım sağlanmıştır. 2011 yılı sonu itibari ile portföyde 241 firma bulunmaktadır. Fonun katkısı ile 2003 yılında 2 olan aktif melek yatırımcı ortaklıklarının sayısı 2011 yılında 19'a çıkmıştır. Fon, İskoçya'da ilgili segmentteki tüm yatırımların %66'sını, kaynakların ise %20'sini sağlamaktadır. Eş-yatırım fonuna 2011 sonu itibari ile ortak olarak aktif olan yatırımcılar arasında, 16 melek yatırımcı ortaklığı, 31 girişim sermayesi fonu ve 9 şirket girişim sermayesi fonu bulunmaktadır.¹²⁰ EIS¹²¹ programı kapsamında şahıs yatırımcılara sağlanmakta olan vergi teşvikleri, fonun sağladığı eş-yatırım imkanını melek yatırımcılar için oldukça cazip kılmaktadır.

¹²⁰ Scottish Investment Bank (www.scottish-enterprise.com/fund-your-business/scottish-investment-bank.aspx)

¹²¹ EIS ("Enterprise Investment Scheme") ile genç ve küçük firmalara yatırım yapan şahıs yatırımcılara her yıl £500 - £500.000 aralığında yaptıkları yatırımlar için yatırımda 3 yıl kalmak şartı ile %30 oranında vergi indirimi (yıl matrahının yetersiz olması durumunda bakiye indirim gelecek yıla ertelenmektedir.), sermaye kazancı muafiyeti ile yatırımdan oluşan zararın yatırım sırasında sağlanan vergi indiriminden kalan kısmı için çıkış yapılan yılda ilave vergi indirimi sağlanmaktadır.

3. TÜRKİYE İÇİN GİRİŞİM SERMAYESİ DESTEKLEME PROGRAMI ÖNERİSİ

Türkiye için 2023 yılı ihracat hedefi olarak belirlenmiş olan \$500 milyar, 2011 – 2023 yılları arasında Türkiye'nin ihracatının 3,75 kat artmasını öngörmektedir. Türkiye'nin son 10 yıl içerisinde ihracat-ta sağladığı sürekli artış bu hedefin ulaşılabilir bir hedef olduğu tezini güçlendirmektedir. Bununla beraber, Türkiye'nin rekabetçi olduğu teknoloji gruplarında gittikçe artan ve yaygınlaşan rekabet, Türkiye'nin özellikle yüksek teknoloji içeren sektörlerde ihracat performansını güçlendirmesini acil bir ihtiyaç olarak ortaya koymaktadır. Bu anlamda, 2010 yılı için¹²² imalat sektörü ihracatının sadece %2'si düzeyinde olan yüksek teknoloji sektörlerindeki ihracat payı, Türkiye'nin önümüzdeki dönemde kıyaslanabileceği pek çok ülkeye¹²³ göre düşük bir düzeydedir. 2023 yılı \$500 milyar hedefinin gerçekleşebilmesi için yüksek teknolojinin imalat sektöründeki payının %5 - %10 aralığına yükselmesinin şart olduğu varsayımı ile, Türkiye'nin yüksek teknoloji ihracatının 11 yıl gibi bir sürede 9 ila 18 kat arasında artarak yıllık \$25 - \$50 milyar bandına ulaşması gerekecektir. Bu hızlı büyümenin gerçekleşebilmesi için yenilikçi iş modelleri içeren yeni yüksek teknoloji sektörlerin oluşması, gelişmesi ve halen uluslararası rekabetçiliği sınırlı olan mevcut yüksek teknoloji sektörlerinde de özgün yüksek katma değer ile sürdürülebilir organik büyümenin desteklemesinin şart olduğu açıktır. Bununla beraber, mevcut ihracat performansımızın tek haneli katma değerler yarattığı da dikkate alınırsa yıllık \$20 - \$40 milyar ihracat yapacak yeni sektörlerin oluşumunda ihtiyaç duyulacak sermaye için yenilikçi ve pazar etkin finansman modellerinin gelişmesinin kritik önemi açıktır. Bu tür finansman modellerinden birisi olarak girişim sermayesinin Türkiye'de sadece iki fon nesli¹²⁴ içerisinde böylesi bir performansı besleyebilecek bir büyüklüğe ulaşması gerekmektedir. Bir ülkedeki girişim sermayesi sektörü için doğru büyüklüğü belirlemek mümkün olmasa da^{125, 126}, Türkiye için makul bir hedefin, erken ve büyüme aşaması girişim sermayesi yatırımların için GSMH'nın %0,015'i¹²⁷ olarak belirlenebileceği varsayılabilir. Bunun da, 2023 yılında \$ 2 trilyonluk bir GSMH varsayımı ile söz konusu yatırım segmentinde yıllık \$300 milyonluk bir yatırım hacmini ifade ettiği hesaplanabilir. Bu hacmin yaklaşık yarısının Türkiye'de faaliyet gösteren yerleşik fonlar tarafından karşılandığı ve tipik bir girişim sermayesi fonunun toplam büyüklüğünün her yıl yaklaşık %20'sini yatırdığı varsayımları ile 2023 yılında erken aşama ve girişim sermayesi pazarında Türkiye'de yönetilen girişim sermayesi fonları için hedef büyüklüğün \$750 milyon olması gerektiği hesaplanabilir. Bunun da hedef model olarak ortalama büyüklükleri \$50 - \$100 milyon aralığında değişen 10 – 12 aktif erken aşama ve büyüme girişim sermayesi fonunu ifade ettiği söylenebilir. Erken aşama ve girişim sermayesi gibi risk algısı yüksek bir finansman modelinin hayata geçmesinin önündeki en önemli iki etken bu fonları yönetebilecek yetkin profesyoneller ve yatırım iştahı güçlü yatırımcıların varlığıdır. Bu anlamda da kamu müdahalesinin iki hedefi yatırımcı profilini harekete geçirmek ve oluşturulacak girişim sermayesi fonlarını yönetebilecek profesyonel yönetici takımların Türkiye'ye çekilmesini teşvik etmek olmalıdır.

Yukarıda kabaca tanımlanan modelin hayata geçebilmesine dair Türkiye pazarından tek somut veri 2007 yılında bir kamu-özel sektör ortaklığı olarak faaliyet geçmiş olan İstanbul Venture Capital

122 Dünya Bankası, 2010.

123 Bu oran G. Afrika için %4, İspanya için %6, Polonya için %7, Brezilya için %11 ve Meksika için %17'dir.

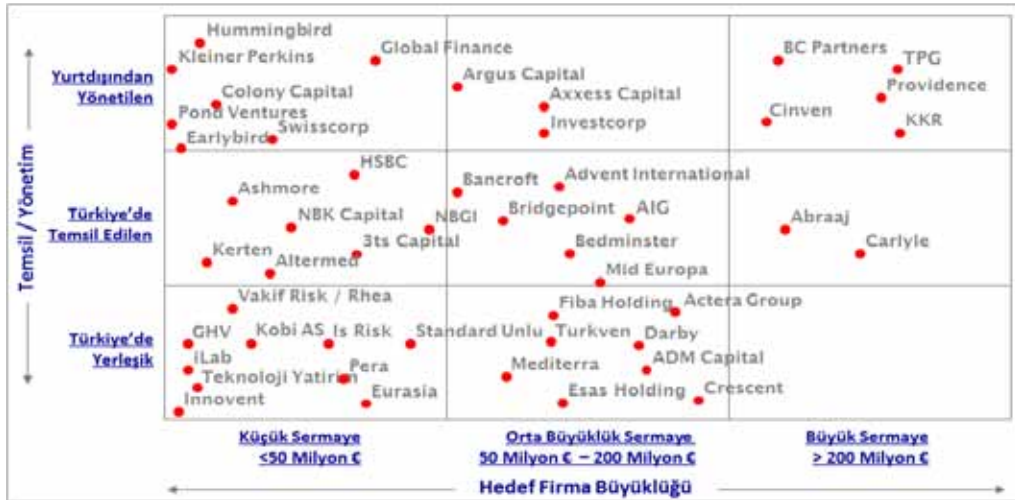
124 Bir girişim sermayesi fonu yönetici şirketinin aynı iş modeline uygun topladığı her fon bir "nesil" olarak nitelendirilmiştir.

125 Kedrosky, Paul (2009). Right-sizing The US Venture Capital Industry. Ewing Marion Kauffman Foundation.

126 Univ. Of Chicago, Booth School of Management öğretim üyesi Prof. Dr. Steven Kaplan'ın yaptığı bir çalışmaya göre ABD'de 2002 - 2010 yılları arasında her yıl yapılan erken aşama ve büyüme aşaması girişim sermayesi yatırımların hisse senedi hacminin %0,1'i ile %0,2 arasında değişmektedir. Benzer risk profilleri öngörmesi nedeni ile girişim sermayesi pazar büyüklüğü için alternatif bir kriter olabilecek bu kıyasla IMKB verilerine göre \$191 milyar olan hisse senedi piyasası değeri Türkiye için %0,1 oranı ile \$191 milyon bir yatırım hacmi potansiyelini ifade etmektedir.

127 Aynı rakam OECD 2009 verilerine göre Polonya için %0,0003, İspanya için %0,017, Almanya için %0,03 ve Fransa için %0,051'dir.

Initiative'dir (iVCi).¹²⁸ Avrupa Yatırım Fonu (EIF), KOSGEB, TTGV, Türkiye Kalkınma Bankası, Garanti Bankası ve NBI'nın desteği ile €160 milyonluk bir fonların fonu olarak kurulmuş olan iVCi, bugüne kadar toplam 9 fona yatırım taahhüdünde bulunmuştur. Bu fonlara toplam yatırımcı taahhüdü ise €1,4 milyardır. Ancak, iVCi dışında kalan kısmı için bu taahhüdün sadece €10 milyonluk kısmı Türkiye'de yerleşik yatırımcılar tarafından yapılmıştır. iVCi'den taahhüt alan fonların ağırlıklı olarak fon topladığı 2009 – 2011 döneminde iVCi'den taahhüt almış olan ve ilk defa faaliyete geçecek yönetici takımların oluşturduğu fonlar 1 – 1,5 yıl gibi uzun zamanda ve çoğu zaman asgari büyüklükleri ile fon toplamayı sonlandırmak zorunda kalırken, halen 3. nesil fonlarını toplayan tecrübeli iki takımın oluşturduğu fonlar ise bu dönemde Avrupa'da görülen en yüksek ilgi ile hedeflerinin üzerinde fon toplamayı başarmıştır. Bu süreçte erken aşama ve büyüme girişim sermayesi fonları yatırımcılardan ilgi görmemiş, fon kurmayı başaran orta büyüklükteki özel sermaye fonlarının ise yatırımcı profili ağırlıklı olarak Türkiye'de faaliyet gösteren DFI'lar¹²⁹ olmuştur. Bununla birlikte 2007 – 2011 döneminde Türkiye'deki girişim sermayesi pazarında faaliyet gösteren fonların sayısında önemli bir artış olmuştur. (Şekil 32)



Şekil 32 – Türkiye'de Girişim Sermayesi Faaliyetleri (2011) ¹³⁰

Türkiye'de halen küresel pazarlarda aranan yüksek teknoloji alanlarında varlık gösterebilecek ve ihtiyaç duyulan hızlı büyümeyi gerçekleştirebilecek genç firmaların ihtiyaç duyacağı finansmanı karşılayabilecek girişim sermayesi fonlarının firma başına farklı aşamalarda olmak üzere toplamda \$2 - \$10 milyon yatırım yapma yeteneği olan fonlar olduğu söylenebilir.¹³¹ Böylesi yatırım imkanı olan bir fonun ise toplam büyüklüğünün \$30 - \$50 milyon üzerinde olması gerektiği görülmektedir. Özel sermaye yatırımlarından farklı olarak, girişimi kurmak ve büyümeye odaklı olan bu tür yatırımlar için farklı yetenekleri olan ancak pek çoğu ilk defa biraraya gelecek ve Türkiye'de yerleşik profesyonel yönetici takımlara da ihtiyaç duyulacaktır.

Türkiye'de halen girişim sermayesi pazarındaki pazar tökezlemesinin öncelikli olarak erken aşama büyüme sermayesi fazında müdahale gerektirdiği varsayımı ile, özetle;

¹²⁸ www.ivci.com.tr

¹²⁹ Development Finance Institutes

¹³⁰ iVCi/EIF

¹³¹ Türkiye'de \$1 Milyon altındaki yatırım yapabilecek farklı girişim sermayesi fonları ve melek yatırımcılar faaliyet göstermektedir. Melek yatırımcılara yönelik yeni vergi teşvikleri oluşturulmuş, \$1 Milyon altındaki ihtiyaçlar için yeni kamu programları tasarlanmaktadır.

- Türkiye'de erken aşama ve büyüme aşamasında girişim sermayesi yatırımlarına yatırım yapacak kurumsal yatırımcı profili mevcut değildir.
 - > Öngörülen riskleri taşıyabilecek bankalar, sigorta şirketleri vb. kurumsal yatırımcı profilinin teşvik edilmesine ihtiyaç bulunmaktadır. Bu konuda tabi olunan düzenlemelerden istisna vb. mevzuat düzenlemeleri ve diğer dolaylı teşvikler değerlendirilebilir.
 - > Kurumsal yatırımcıların biraraya gelip kuracakları fonların fonu yapıları ile yatırım yapmalarını teşvik edecek düzenlemeler ve bu fonların fonu yapılarına kamu fonlarının katılımını sağlayacak düzenlemeler getirilebilir.
 - > Girişim sermayesi fonları kurabilecek ve bu fonları yönetebilecek profesyonel takımları destekleyebilecek şirket fonlarının kurulması teşvik edilmelidir. Bu kapsamda dolaylı vergi teşvikleri ve bu şirketlerin kuracağı fonlara kamu fonları ile yatırımcı olmak değerlendirilebilir.
 - > Kurumsal yatırımcıların erken aşama yatırımlara teşvik edilmesi için ortak olunan fonlarda kar dağıtımında özel yatırımcıya öncelik veren modeller uygulanabilir.
- Özellikle erken aşama ve büyüme girişim sermayesi fonlarını kurup yönetecek yönetici takımlarının oluşmasına ve gelişmesine ihtiyaç bulunmaktadır. Halen bu tür takımlar yatırımcılardan fon toplanmak konusunda zorluk çekmektedir.
 - > Bu tür takımların gelişmesi ve tecrübe kazanması için yetenekli profesyonellerin bu konuda tecrübeli fonlarda staj yapmasına imkan sağlayabilecek burs programları oluşturulabilir.
 - > İlk defa fon kuran takımlara, normal oranlardan daha yüksek kamu katkısı sağlanarak bu takımların hızlı bir şekilde ikinci nesil fonlarını toplamalarına imkan sağlayacak yatırım geçmiş ve referans oluşturmalarına destek sağlanabilir.
 - > İlk defa fon kuran takımlara, ilk kapanışta kamu kaynağı ile yatırım yapmak imkanı sağlanarak, ileride fona katılacak özel yatırımcılara kamu hissesinin cazip şartlar ile satılmasına imkan sağlayabilecek modeller geliştirilebilir.
- Erken aşama ve büyüme girişim sermayesi fonları tarafından yatırım yapılabilen, iş modelleri ve ürün geliştirme sürecinde belirli bir aşamaya gelmiş yüksek büyüme potansiyeli olan girişimci firmaların sayısının ve bu firmalara yönetici takımlarının erişiminin artırılmasına ihtiyaç bulunmaktadır.
 - > Profesyonel hizmet sağlayıcılar tarafından işletilecek hızlandırıcı modellerinin uygun ücret ve teşvikler ile çekirdek aşama kamu fonlarını yönetmelerine imkan sağlanabilir.
 - > Belirli bir yaşın altında girişim sermayesi yatırımı almış girişimci firmaların hızlandırılmış kanallardan kamu destekleri ve farklı teşviklere erişimi kolaylaştırılabilir.

Dünyadaki kamu destekli başarılı girişim sermayesi modellerinin ortak özelliklerine bakıldığında bu yapıların fırsata odaklı, esnek ve profesyonel yönetilen yapılar olduğu görülmektedir. Türkiye'de girişimcilik ekosisteminin zayıf dokusu ancak dinamik yapısı dikkate alındığında; Türkiye için kamu desteğinin farklı finansal modellerden oluşan, sistemin değişen ve gelişen ihtiyaçlarına göre gereğince evrimleşen bir program olarak kurgulanmasının uygun olacağı değerlendirilmiştir. Bu kapsamda tasarlanacak programda,

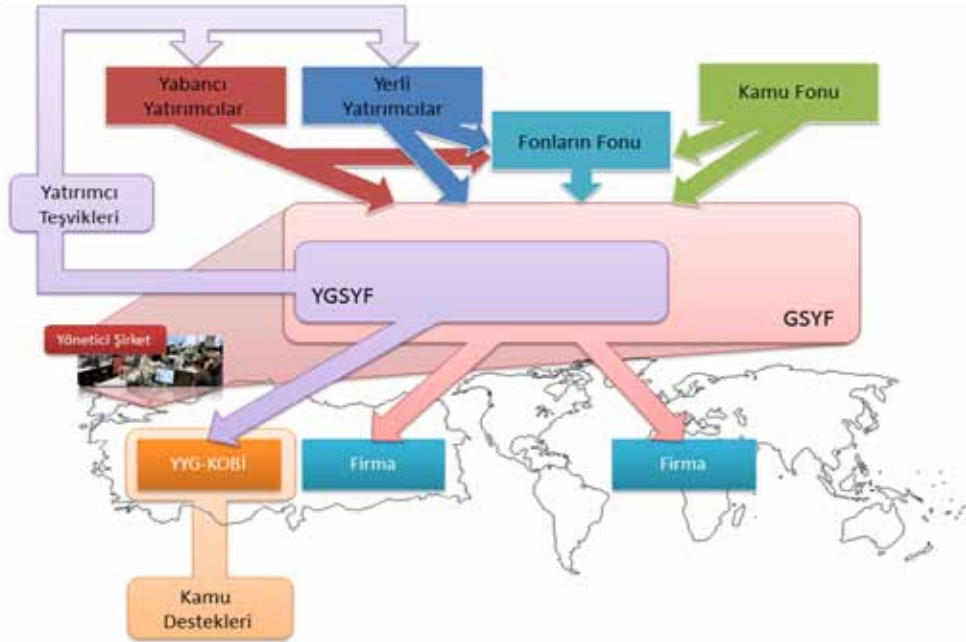
- Yatırımcı ve girişim sermayesi fonlarına dolaylı teşvikler,
- Girişim sermayesi fonların fonu ve fonlarına doğrudan yatırımlar,
- Girişimci firmalara şartlı geri dönüşlü destekler,
- Altyapı ve diğer ekosisteme dair hizmetler için hibeler dahil farklı destekleri içermesi gerekecektir.

Bunlarla birlikte, İstanbul'un bölgesel finans merkezi olması politika hedefine uygun olarak İstanbul'da yerleşik bir uluslararası girişim sermayesi sektörünün oluşumu ve gelişimini teşvik etmek, ve bu sayede,

- Başarılı fon yönetici takımları İstanbul'a çekecek cazibe ortamı yaratmak,
- Sektörün gelişimini destekleyecek uluslararası düzeyde hizmet sağlayıcıları bölgeye çekmek,
- Oluşacak ekosistem sayesinde Türkiye'de faaliyet gösteren yenilikçi KOBİ'lere kaliteli finansman sağlamak ve bu kaynakları yönetecek yönetici takımların oluşumunu teşvik etmek,

hedefleri kapsamlı bir politika uygulaması olarak benimsenmeli ve buna yönelik bir program tasarlanmalıdır. Programın kullanabileceği araçlar ise (Şekil 32);

1. İstanbul'un tanımlanmış bir bölgesinde yerleşik, belirli şartları sağlayan fonların kullanabileceği uluslararası düzeyde rekabet edebilir bir girişim sermayesi fon aracı (GSF ve YGSF araçları),
2. YGSF modeline uygun olarak kurulacak girişim sermayesi fonlarına yatırımcı ilgisini teşvik edecek şekilde kamu kaynaklarının doğrudan veya fonların fonu yapıları ile YGSF fonlarına katılımını sağlayacak finansal arayüz/aracı modelleri,
3. Yüksek ihracatçı ve yenilikçi genç KOBİ'leri yatırıma hazırlamak üzere bu türdeki KOBİ'lere sağlanacak ürün geliştirme, kurumsal/organizasyonel kapasite oluşturma, iş geliştirme, mentorlük benzeri destekleri sağlayacak doğrudan ve dolaylı finansal kamu destekleridir.



Şekil 33 – Girişim Sermayesi Fonu (GSF) Yatırım Aracı Modeli

Bu kapsamda desteklenmesi öngörülecek hedef yüksek yenilikçi girişimci KOBİ'ler (YGG-KOBİ) için ise aşağıdaki tanım uygulanabilir:

- Yatırım anında 5 yaşından genç,
- Yatırım anında 250'den az çalışanı ve yıllık satışları 10 milyon TL'nin altında olan,
- Faaliyetlerinin en az %51'ini Türkiye'de yürüten,

- Yıllık satışlarının kayda değer bir oranını dış pazarlara yapan ve bu oranı artırma potansiyeli olan,
- Tercihen öncelikli sektörlerde faaliyet gösteren Türkiye’de kayıtlı firmalar.

GSF aracı için kullanılacak tanım için ise,

- Asgari fon büyüklüğü 200 milyon TL veya eşdeğeri olan,
- Tanımlanan bölgede kayıtlı ve yerleşik (ofis tutarak) faaliyet gösterecek,
- Toplam fon taahhüdünün en fazla %49’unun aynı veya birbiri ile ilişkili gerçek ve tüzel kişiler tarafından sağlandığı,
- Yönetici şirketin fon yönetimi için aldığı tüm ücret ve ödemeler için gelir vergisi ve diğer kesintilerden muaf olduğu,
- GSF fonlarına yatırım yapan yabancı yatırımcıların her türlü gelir ve sermaye kazancı vergisinden muaf olduğu,
- Yerli yatırımcıların ise GSF fonlarından sağlayacakları gelirler için anapara + % 10 oranına kadar her türlü gelir vergisi ve sermaye kazancından muaf olduğu, üzeri için ise % 10 sabit bir vergi oranı ödemek zorunda oldukları, (vergi ödemesi fonun tasfiyesi sırasında hesaplanacak kümülatif kar ve zarar üzerinden ödenir.)
- GSF fonlarının bölgeye kayıt olmak için kayıt anında toplam fon büyüklüğü üzerinden sabit bir harç ve aktif yatırım tutarı üzerinden bir harç ödemek zorunda oldukları,
- GSF fonlarının, idare için belirlenecek işlemler için bölgede kayıtlı ve onaylı hizmet sağlayıcılar ile çalışmak zorunda oldukları,
- GSF fonlarının fon yöneticisi, direktörleri ve yatırımcıları için idareden kayıt yaptırap izin almaları gereken

kapalı uçlu (azami 12 yıl -5 yıl + 7 yıl - geçerli) fon yapıları kullanılabilir. Bu modelde toplam fon taahhüdünün en az %25’ini YYG-KOBİ’lere yapmayı taahhüt eden fonlar ise YGSF olarak nitelendirilecektir.

GSF/YGSF modelinin kabul görmesi için kamunun oluşturacağı program ile doğrudan ve fonların fonu yapıları ile dolaylı olarak YGSF/GSF’larına destek sağlanabilir. Katkı sağlanacak GSF’lerden kamu desteğinin 1,5 katı değerinde Türkiye odaklı yatırım yapmaları şartı aranır. Bu kapsamda,

- Fonların fonu yapılarına toplam taahhüdünün %30’una kadar diğer yatırımcılar ile aynı şartlarda katılım sağlanır.
- Doğrudan yatırımlara da toplam fon taahhüdünün %30’una kadar aşağıdaki koşullarla yatırım yapılabilir.
- Hem doğrudan hem de kamunun yatırımcı olduğu fonların fonu yapıları üzerinden yapılacak yatırımlarda kamunun net katkısı her iki fonun toplam büyüklüğünün %40’ını geçemez.

	Portföy Yatırımlarındaki YYG-KOBİ Payı (A)	Net Kardan Kamu Hissesi Oranı (B)	Anapara Dağıtımda Özel Yatırımcıya Öncelik Kırılım Noktası (C)
GSF	<%25	%100	%100
YGSF	%25 < <%50	%40	%60
	> %50	%0	%30

Tablo 3 – YGSF Teşvik Modeli

Buna göre, GSF fonları için yapılan doğrudan yatırımlarda kamu yatırımı aşağıdaki usullere göre dağıtılır (Tablo 3),

1. Dağıtımda kamunun yatırımcı olduğu fonun portföyünün “A” kriteri başarımına göre belirlenecek rasyolar uygulanır,
2. Kamu “C” oranına kadar özel yatırımcılar ile birlikte anapara için dağıtımlardan eşit pay alır,
3. Bunun ötesinde özel yatırımcı anaparanın tamamını alana kadar kamu dağıtımlardan hisse almaz, özel yatırımcının anaparasını geri almasından sonra kamu da anapara payını alır,
4. Anaparanın dağıtımından sonra özel yatırımcı ve kamu katılım aşamasında belirlenmiş fırsat maliyeti için aynı koşullarda dağıtımlardan pay alır,
5. Kamu dağıtımlardan kalan kar için kısmi pay alır. Kamunun kendi hissesinin hangi oranında kar dağıtımı alacağı “B” kriterine göre belirlenir. Kalan kısım özel yatırımcılara ve yönetici ortaklara kardan pay hisseleri oranında paylaşılır.

YGSF FİNANSMANI - ÖRNEK

Örnek YGSF'unun toplam 250 milyon TL olan yatırım büyüklüğünün %30'u (75 milyon TL) kamu tarafından sağlanmıştır.

Bununla yatırımların 120 milyon TL'lik kısmı YYG-KOBİ tanımına uygun firmalara yapılmıştır. Bu durumda “A” kriterine göre performans $120 / 250 = \%48$ 'dir.

Örnek YGSF'unun tüm yatırımlarından toplam 500 milyon TL dönüş sağlamıştır. Bunun içerisinde yatırımcılar için hesaplanan birikmiş faiz (%8 “hurdle rate”) ise 100 milyon TL'dir.

Tablo 3'e göre, kamu toplam yatırımcı anapara taahhütlerinin “C” kriterine göre % 60'ına kadar (150 milyon TL) diğer yatırımcılar ile aynı şartlarda dönüşten pay alır. Kalan kamu hissesi 30 milyon TL ise özel sektörün geri kalan 70 milyon TL anaparasını almasından sonra kamuya ödenir. Bundan sonra hem kamu hem de özel sektör birikmiş faizi yatırım hisse oranlarına göre geri alırlar.

Fonun net karı ise 150 Milyon TL'dir. Bunun %20'si (30 milyon TL'si) yönetici şirkete ödenir. Geri kalan 120 milyon TL'nin kamu hissesine düşen 36 milyon TL'nin ise dağıtım tablosunun “B” kriterine göre sadece %40'ı (14,4 Milyon TL) kamuya ödenir. Geri kalan ($36 - 14,4 = 21,6$ milyon TL) ise hisseleri oranında özel sektör yatırımcılar ve yönetici şirket tarafından paylaşılır.

Böylelikle yatırımcılara ve yönetici şirkete YYG-KOBİ'lere yatırım yapıp ilave risk aldıkları için 21,6 milyon TL (şekildeki “yatırımcı teşviki”) pirim ödenmiş olur.

4. GİRİŞİM SERMAYESİNİN FİRMA ETKİNLİĞİ VE İHRACAT ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

Çalışmanın bu bölümünde ilk olarak girişim sermayesi desteği alan şirketlerin hangi kanallarla etkinlik artışı sağladıkları tartışılmaktadır. Daha sonra da girişim sermayesinin ihracat üzerindeki etkileri, dünya uygulamaları ışığında incelenmektedir. 2023 için konulan ihracat hedefi, ihracatta yaratılan katma değer yeterli olmaması ve cari işlemler açığının en önemli makroekonomik risk unsurlarından biri olması, girişim sermayesinin ihracat potansiyelini arttırıcı, etkili bir politika aracı olarak değerlendirilmesini önemli kılmaktadır.

4.1. Girişim Sermayesinin Firma Etkinliği Üzerindeki Etkileri

Girişim sermayesi fonlarının fon kullandırdıkları firmalar üzerindeki olumlu etkilerinden ilki; dışsal kaynağın yardımı ile firmaların yeni ihracat pazarlarına açılmanın maliyetini ve riskini daha kolay karşılayabilmeleri ve bu şekilde ihracat bariyerlerini ortadan kaldıracaklarıdır¹³². Bu fonların finansman açısından sağladıkları avantajlar bu güne kadar pek çok çalışmada ele alınmıştır.

Finansmana erişimin dışında, girişim sermayelerinin fonladıkları firmalara önemli bir diğer katkısı yönetim anlayışıdır. Buradaki yönetim modeli genel hatları ile girişim sermayesinin kaynakları iki farklı bakış açısına, izleme ve katma değere dayanarak yönlendirmesi ile ortaya çıkar¹³³. Yalnızca finansal izleme olarak ele alındığında girişim sermayesinin firma üzerindeki etkilerinin sınırlı kalacağı kesindir.

Katma değer yaratacak şekilde firma kaynaklarının yönetime konu olması ise, firmanın büyümesine ve gelişmesine katkı sağlayacaktır. Yeni stratejiler geliştirilmesi, etkili bir yönetim anlayışının ortaya konulması, diğer yatırımcılar için arayüz vazifesi görmesi¹³⁴, girişim sermayesinin katma değerli yönetim anlayışının parçalarıdır. Aynı yönetim modeli firmaya ihracat yoğunluğunu attırma imkanı da sağlayacaktır. İhracat odaklı düşünen çalışanların seçilmesi, firma yönetiminin uluslararası pazarları düşünmesini sağlayacak şekilde teşvik ve motive edilmesi, içinde uluslararası pazarların da yer aldığı doğru bir pazarlama planının uygulamaya konulması, firmanın ihracat imkanlarını zorlamasını sağlayacak en temel etkenler olacaktır. Aynı zamanda girişim sermayesi firmalarının uluslararası uzmanlıkları, firmaların yabancı pazarlara doğru stratejiler ile girmelerine kapı aralayacaktır.

Hem izleme hem de katma değere dayalı yönetim yapısı, girişim sermayesi şirketlerinin firmaya ortak olması sırasında aktif olarak tasarlanır¹³⁵. Özellikle girişim sermayesinin katma değerli yönetiminin ihracat üzerindeki etkisi yalnızca bu tasarıma bağlı değildir. Firmanın kaç yıllık bir firma olduğu, yaşam döngüsünde ne noktada bulunduğuyla ilgili olarak girişim sermayesinin aktif yönetim anlayışının ihracatçı etkisi farklılaşacaktır. Erken aşama firmalarında bu etkinin daha hissedilir olmasının nedeni; yolun daha henüz başında olan firmanın yapısal değişime çok daha açık olmasıdır. Buna karşılık erken aşamadaki firmaların ihracatlarının artmasında, izleme fonksiyonunun payı

¹³² Bilkey, Wj ve Tesar, G. (1977) Export behavior of smaller-sized Wisconsin manufacturing firms, Journal of International Business Studies v.8 s.1, sayfa 93-98.

¹³³ Pruthi, S., Wright, M., ve Lockett, A. (2003). Do foreign and domestic venture capital firms differ in their monitoring of investee? Asia Pacific Journal of Management, v. 20 s.2, sayfa 177-204.

¹³⁴ Sahlman, W. ve Gorman, M., (1989). What Do Venture Capitalists Do? Journal of Business Venturing, v.4, s. 4, sayfa 231-248.

¹³⁵ Bruining, J. ve Wright, M. (2002). Entrepreneurial orientation in management buy-outs and the contribution of venture capital, Venture Capital v. 4, sayfa 147-168.

daha düşük olacaktır. Zira erken aşama firmaları kaçınılmaz olarak fonlarını, kuruluş sonrası yerel gereksinimlerini karşılamada kullanacaktır. Genişleme aşamasındaki firmalar açısından ise yukarıda söylenenlerin tam tersi geçerli olacaktır. Bu tür firmalardaki yerleşik kurumsal yapıyı değiştirmek biraz daha zorken, izleme fonksiyonu ile ihracat odaklı bir pazarlama modelini hayata geçirmek çok daha kolay olacaktır.

Bir diğer bakış açısı ile girişim sermayelerinin yukarıda bahsedilen yönetim anlayışı, özellikle KO-Bİ'lerin uluslararasılaşmasının önemli araçlarından biridir¹³⁶. Bu açıdan tek etken sağlanan finansman boyutu değil aynı zamanda KOBİ'lere bilgi ve bilinirlik desteğidir. Yaptığı yatırımı korumak ve aynı zamanda daha yüksek getiri elde etmek isteyen girişim sermayesi şirketleri, vizyon sahibi kişiler üzerinden girişimin yönetiminde söz sahibi olmak suretiyle yönetimde etkili olacaktır. Bilgi paylaşımı da, firma yönetimine getirdiği bu profesyoneller üzerinden gerçekleşmektedir¹³⁷.

Diğer taraftan erken aşamadaki bir firmanın, potansiyel müşterileri ve diğer partnerleri nezdinde henüz yeterince tanınmıyor olması, firma hakkında yeterince bilgi sahibi olmamaları, söz konusu yeni girişimin niteliğinin ve güvenilirliğinin sorgulanmasını da beraberinde getirecektir. Bu noktada girişim sermayesinin bu yeni girişime yatırım yapması, dış dünyaya bu girişimin değeri ve niteliği hakkında önemli bir sinyal vererek firma bilinirliğine katkı yapmaktadır¹³⁸.

Sonuç olarak, özellikle KOBİ'lerin uluslararasılaşmasında önemli rol oynayan girişim sermayesi şirketlerini yalnızca bir finansman aracı olarak görmek yanlıştır. Bu şirketlerin yarattıkları katma değerin önemli bir kısmı yönetim anlayışında gizlidir. Daha yüksek getiri elde etmek amacıyla firmanın yönetiminde söz sahibi olan girişim sermayesi şirketleri yeni ve etkili yönetim stratejileri geliştirirken aynı zamanda firmanın ihracat gelirlerini de artırmak üzere çaba sarf edecektir. Bu kapsamda firma yönetimini, uluslararası pazarlara odaklanılmasını sağlayacak şekilde teşvik ve motive edecek, içinde uluslararası pazarların da yer aldığı doğru bir pazarlama planının uygulamaya konulmasını temin edecektir. Aynı zamanda firmanın girişim sermayesi destekli bir girişim olması, yeni pazarlar ve potansiyel müşteriler açısından bu girişimin değeri ve niteliği hakkında önemli bir bilgi kaynağı olacaktır.

4.2. Girişim Sermayesi Şirketlerinin İhracata Etkileri

Girişim sermayesinin firma ihracatına etkileri, farklı ülke uygulamaları ışığında incelenebilecek bir konudur. Teorik boyutunun ötesinde dünya uygulamasında, girişim sermayesi sonrasında firmaların ihracatlarının nasıl etkilendiğini değerlendiren analizler aşağıda ülkeler bazında özetlenmiştir.

Kanada:

Otuz yıllık bir geçmişi olan ve 1990'lardan sonra gelişme sürecine giren Kanada girişim sermayesi yatırımları, 2008 yılı itibari ile Kanada GSYİH'sinin yıllık %0,13'ü seviyesine ulaşmıştır. Bu oran ABD'nin üçte ikisi düzeyindedir. Kanada orijinli girişim sermayesi şirketleri tarafından yapılan yatırımların

136 George G. Wiklund J ve Zahra SA, (2005). Ownership and the internationalization of small firms, Journal of Management, v. 31, sayfalar 210-233.

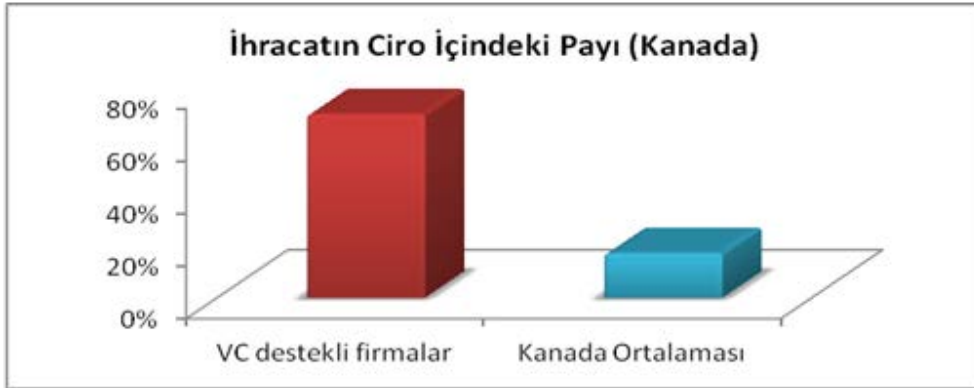
137 Carpenter, M., Pollock, T., ve Leafy, M. (2003). Testing a model of reasoned risk-taking: Governance, the experience of principals and agents, and global strategy in high-technology IPO firms. Strategic Management Journal, v. 24 s.9, sayfalar 802-820.

138 Pfeffer, J. & Salancik, G.R. (2003). The external control of organizations. Stanford, CA: Stanford University Press.

oranı ise %0,08 civarındadır. Bu yönüyle her ne kadar Kanada orijinli girişim sermayesi şirketlerinin toplamdaki payı düşük olsa da bir bütün olarak değerlendirildiğinde Kanada girişim sermayesi piyasasının oldukça gelişmiş olduğu söylenebilir.

Kanada Girişim Sermayesi Derneği tarafından 2009 yılında yapılan çalışmada; girişim sermayesi fonlarının küresel düşünmesi ve aynı zamanda yükselen pazarlardaki fırsatları kovalamasının, bu fonların Kanada'da "ihracat odaklı" firmalara yatırım yapmalarına neden olduğunu tespit etmiştir. Diğer bir ifade ile ihracatçı firmalar, girişim sermayesi firmalarının özel olarak hedefinde yer alan firmalardır.

Nitekim görüleceği üzere (Şekil 33) Kanada'da girişim sermayesi şirketleri tarafından fonlanmış firmaların satışlarının ortalama %70'i ihracata dayalıdır. Söz konusu oran, Kanada özel sektörünün genel ortalaması olan %17'nin yaklaşık 4 katı üstündedir. İki oran arasındaki önemli fark, Kanada örneğinde girişim sermayesi fonlarının ihracata dönük faaliyet gösteren firmalara odaklandıklarını net bir şekilde ortaya koymaktadır.



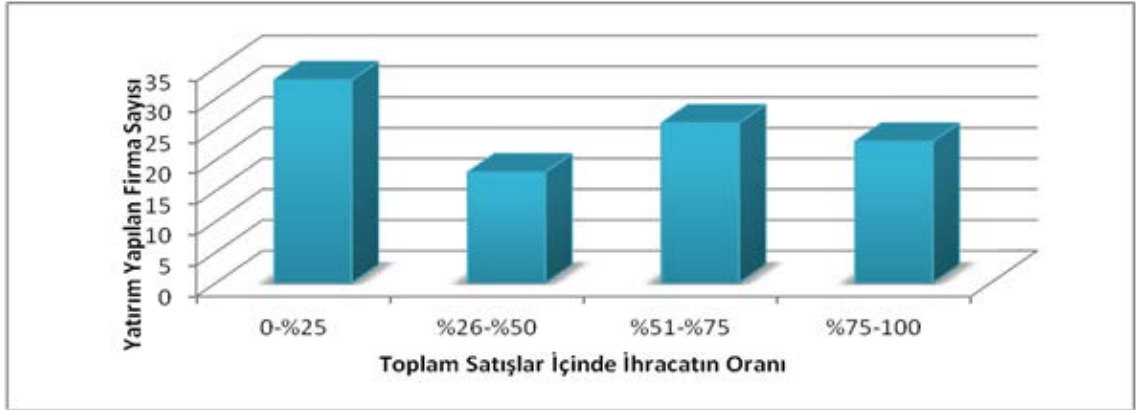
Şekil 34 –Kanada Şirketleri İçin İhracatın Ciro İçindeki Payının Karşılaştırılması

Son olarak girişim sermayesi destekli bilişim ve iletişim sektöründe faaliyet gösteren firmalarının toplam satışlarının %62'si ihracata dayalı iken diğer sektörlerde bu oran %79'a kadar çıkmaktadır.

İngiltere:

İngiltere'de ise 2010 yılında Yatırımcı Firmalar Derneği (Association of Investment Companies), girişim sermayesi fonlarının İngiltere'deki firmaların büyümesindeki rollerini esas alan bir çalışma gerçekleştirmiştir. Söz konusu çalışmanın sonuçlarından biri; girişim sermayesi destekli firmaların, diğer İngiliz KOBİ'lerinden farklı olarak Ar-Ge'ye odaklanma ve ihracat pazarlarındaki güçlerini koruma noktasında çok daha istekli olduklarıdır. Bu yönüyle yukarıda Kanada örneğinde ortaya konulan sonuç ile paralel bir durum İngiltere için de geçerlidir.

Buna göre incelenen girişim sermayesi destekli firmaların yıllık £920 milyon civarındaki cirolarının yaklaşık üçte biri (£303 milyon) ihracattan kaynaklanmaktadır. Araştırmaya dahil olan toplam 100 firmanın yarısının cirosu, %50 ve üstünde ihracattan kaynaklanmaktadır. (Şekil 34)



Şekil 35 – İngiltere’de Girişim Sermayesi Destekli Firmaların Toplam Satışları İçinde İhracatın Payı

İrlanda:

Kanada ve İngiltere uygulamalarından çıkan sonuçlara paralellik gösteren bir diğer ülke örneği İrlanda’dır. 2009 yılında İrlanda’da girişim sermayesi firmaları tarafından fonlanan şirketler €539 milyon ihracat gerçekleştirerek toplamda %80’lik bir ihracat/ciro oranına ulaşmışlardır. Bu oran 2005 yılında %63 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu yönüyle İrlanda’da da girişim sermayesi fonlarından yararlanan firmaların gelirlerinin içinde ihracat oranının yüksek olduğu ve aynı zamanda bu oranın yükselen bir eğilim gösterdiği anlaşılmaktadır.

İrlanda örneğinde vurgulanması gereken bir diğer nokta, yüksek ihracat oranına sahip olduğu tespit edilen bu firmaların niteliğidir. 2008 ve 2009 yıllarında İrlanda’da girişim sermayesi tarafından fonlanan firmaların %92’si ileri teknoloji firmalarıdır. Söz konusu oran, Avrupa genelindeki %31’lik ortalamanın bir hayli üstündedir. Bu açıdan İrlanda için, girişim sermayesinin ihracatçı firmaları fonladığı tespitinin ötesine geçerek, ileri teknoloji ürünleri ihracatı yapan firmaların desteklendiği söylenebilir.

Sonuç olarak her 3 ülke örneğinden de; girişim sermayesi fonlarının bu ülkelerde ihracat odaklı firmalara yönelim gösterdikleri, küresel düşünen ve aynı zamanda yükselen pazarlardaki fırsatları kovalayan fonların “ihracat odaklı” firmalara yatırım yapmayı tercih ettikleri anlaşılmaktadır.

4.2.1. Girişim Sermayesi Kullanan Firmaların İhracat Performansı

Yukarıda girişim sermayesi şirketlerinin ihracatçı firmaları tercih ettikleri yönündeki tespiti bir adım ileri götürmek için, yatırım alan firmaların aldıkları kaynakla beraber ihracatlarını arttırıp arttırmadıklarını incelemek gerekmektedir. İrlanda’da firmaların ihracat durumları, girişim sermayesi yatırımından önce ve sonraki durumlarına göre incelenmiştir. Elde edilen bulgulara göre, yatırım yapıldığında;

- erken aşama firmalarının yaklaşık %40’ı,
- genişleme aşamasındaki firmaların ise %55’i ihracat yapmaktadır.

Girişim sermayesi yatırımı ile birlikte her iki gruptaki firmalardan ihracat yapanların oranının yükselmeye başladığı görülmüştür. Buna göre girişim sermayesi yatırımı alan;

- erken aşama firmalarından ihracat yapanlarının oranı %60’a,

- genişleme sürecindeki firmaların oranı ise %72'ye yükselmektedir.

Bu verilerden girişim sermayesi fonları neticesinde erken aşama firmalarından ihracata yönelenlerin sayısının %60, genişleme aşamasındaki firmalarda ise %30 arttığı sonucu çıkmaktadır.

İrlanda örneği, girişim sermayesi fonlarının yalnızca ihracat yapan firmalara fon desteği sağlamakla yetinmediklerini, aynı zamanda söz konusu fonların firmalara ihracatçı bir bakış açısını da kazandırdığını göstermektedir.

4.2.2. Girişim Sermayesi Kullanan Firmaların İhracat Yoğunluğu

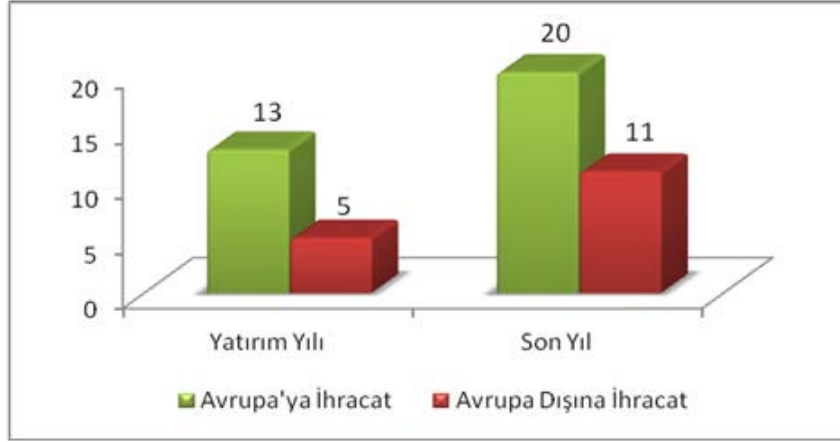
Son olarak, yukarıdaki tespitlere ek olarak, girişim sermayesi yatırımı sonrasında firmaların ihracat yoğunluğunun nasıl değiştiğinin belirlenmesi gerekmektedir. İngiltere'de girişim sermayesi fonlarından yararlanan firmaların satışları 5 yıl içinde yıllık %12 artış gösterirken, ihracatları %14 artış göstermiştir. Bu yönüyle İngiltere örneğinde girişim sermayesi destekli firmaların ihracat artış oranı, genel satışlarındaki artış oranının üstündedir. Aynı zamanda söz konusu %14'lük ihracat artış oranı, İngiltere'deki firmaların %4'lük genel ihracat artış oranının da çok üzerindedir.

Danimarka'da girişim sermayesi fonlarından yararlanan firmaların istihdamları %20, Ar-Ge harcamaları %50 ve ihracatları da %40 artış göstermiştir. ABD'de ise 1970-2000 yılları arasında girişim sermayesi fonlarından yararlanan yaklaşık 16.278 firma ile bunların dışında kalan firmaların performansları analiz edilmiştir. Tablo 4'de firmaların her \$1.000'lık varlık karşılığında gerçekleştirdikleri satış, ihracat ve Ar-Ge rakamları gösterilmektedir. Buna göre girişim sermayesi fonlarının, firmaların Ar-Ge harcamalarını 3 kat, ihracatı ise 2 kat artırdığı açıkça görülmektedir.

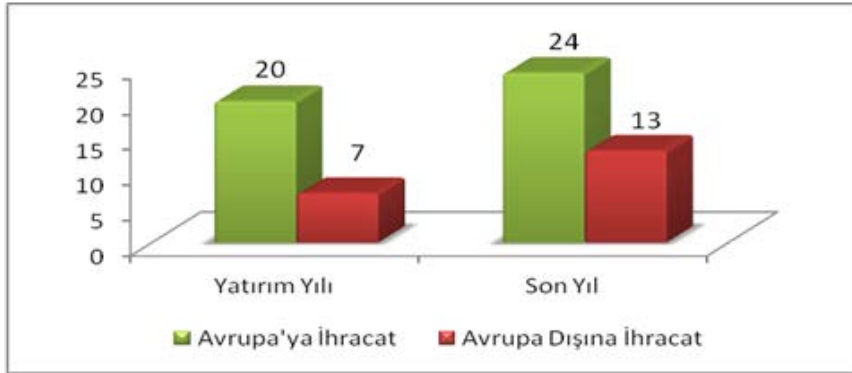
	Satışlar	İhracat	Ar-Ge
VC Destekli Firmalar	634\$	138\$	44\$
Diğer Firmalar	391\$	72\$	15\$

Tablo 4 - Her 1000 \$ İçin Gerçekleştirilen Satış, İhracat ve Ar-Ge Rakamları: ABD Örneği

Son olarak İrlanda'da girişim sermayesi destekli erken aşama firmalarının ihracatları %78, genişleme aşamasındaki firmaların ihracatları ise %37 artış göstermiştir. Şekil 35 ve Şekil 36'de bu fonlardan yararlanan erken ve genişleme aşamalarındaki firmalarının girişim sermayesi fonu almadan önce ve sonra Avrupa içi ve dışı ülkelere yaptıkları ihracat oranı gösterilmiştir.



Şekil 36 - Erken Aşama Firmalarının Girişim Sermayesi Yatırım Yılı ve Son Yıl İhracat Oranları



Şekil 37 - Büyüme Aşaması Firmalarının İhracat Oranları

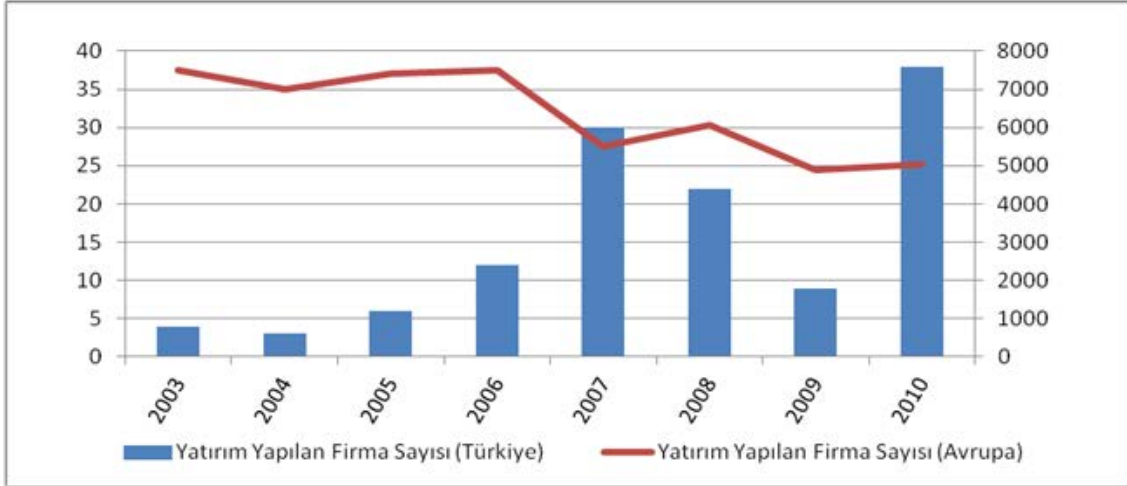
Her iki grafikten de görülebileceği üzere, hem erken aşama firmalarının hem de genişleme aşamasındaki firmaların, girişim sermayesi yatırımı sonrasında özellikle Avrupa dışına olan ihracatlarında ciddi artış yaşanmıştır. Bu noktada İngiltere, Danimarka, ABD ve İrlanda uygulamalarının hepsinde girişim sermayesi yatırımları sonrasında firmaların ihracat yoğunluklarında bir artış yaşandığı görülmektedir.

5. GİRİŞİM SERMAYESİ VE TÜRKİYE EKONOMİSİ

Çalışmanın bu bölümünde; ilk olarak Türkiye’de girişim sermayesi uygulamalarının genel, sektörel, coğrafi ve teknolojik görünümü çizilmektedir. Daha sonra da girişim sermayeleri ile faaliyet gösterdikleri sektörlerin sofistikasyon dereceleri arasındaki etkileşim ve bu firmaların yaşam döngüsü analiz edilmektedir.

5.1. Genel Görünüm

Türkiye’deki girişim sermayeli firma sayısının Avrupa ile karşılaştırmasının yapıldığı Şekil 37’de 2007 yılından itibaren Türkiye’de girişim sermayeli firma sayısının önemli bir artış gösterdiği, buna karşılık Avrupa’daki firma sayısındaki azalmanın ise son iki yılda yatay bir seyir ile devam ettiği anlaşılmaktadır.



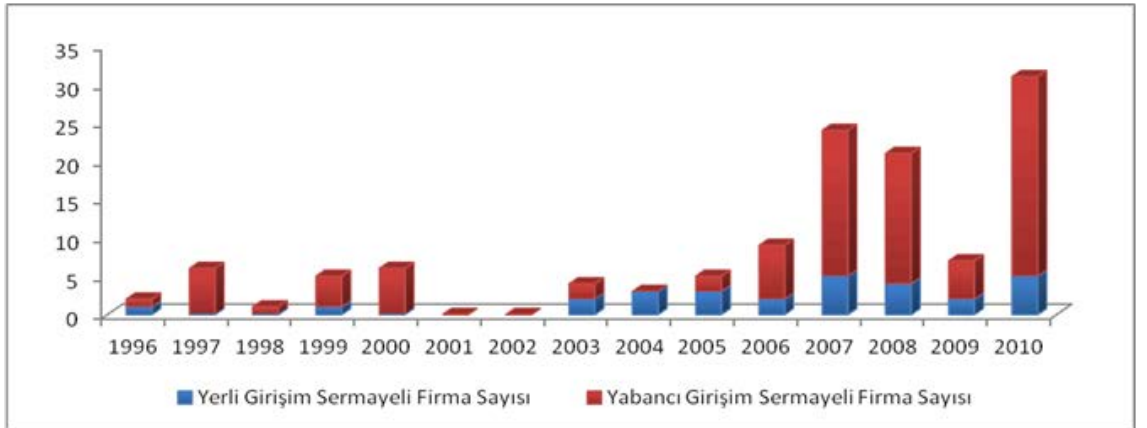
Şekil 38 - Türkiye ve Avrupa’da Girişim Sermayesi Destekli Firma Sayısı ¹³⁹

Girişim sermayeli kümülatif firma sayısına bakıldığında da; 2007 yılı ile beraber, desteklenen firma sayısında önemli bir hareketliliğin olduğu net bir şekilde görülebilir. Şekil 38’deki firma sayıları incelendiğinde en büyük artış kaydedilen yılların 2007 ve 2010 yılları olduğu, 2007’den sonra görülen artışın, küresel krize rağmen gerçekleştiği dikkat çekmektedir.



Şekil 39 - Girişim Sermayesi Destekli Firma Sayısı (Kümülatif)

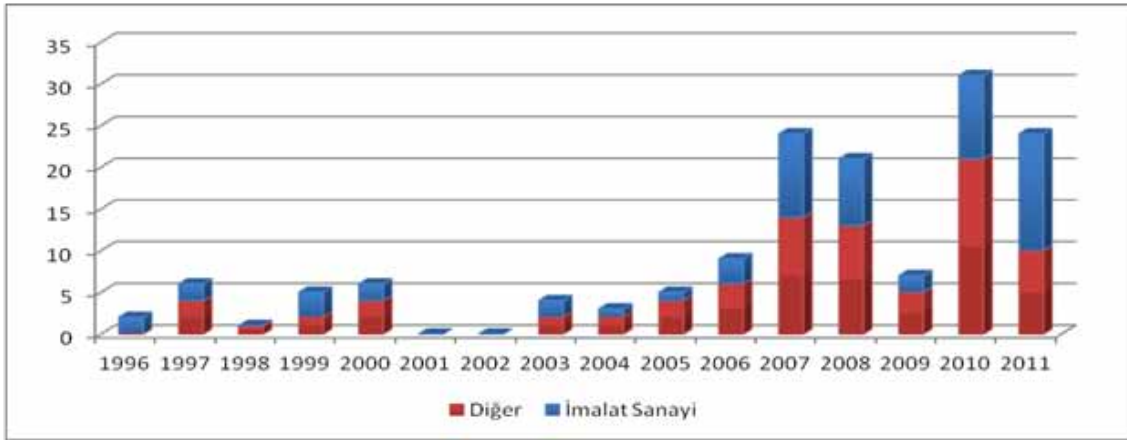
Girişim sermayesi firmasının yerli-yabancı olmasına göre desteklenen firma sayısını ayırdığımızda, 2007 yılından itibaren başlayan hareketliliğin yabancı girişim sermayesi fonlarının etkisi ile yaşandığı anlaşılmaktadır. Şekil 39'de gösterildiği üzere yerli girişim sermayesi firmaları tarafından fonlanan firma sayısında ise yıllık bazda önemli artış gerçekleşmediği tespit edilmektedir.



Şekil 40 - Girişim Sermayesinin Türüne Göre Desteklenen Firma Sayısı

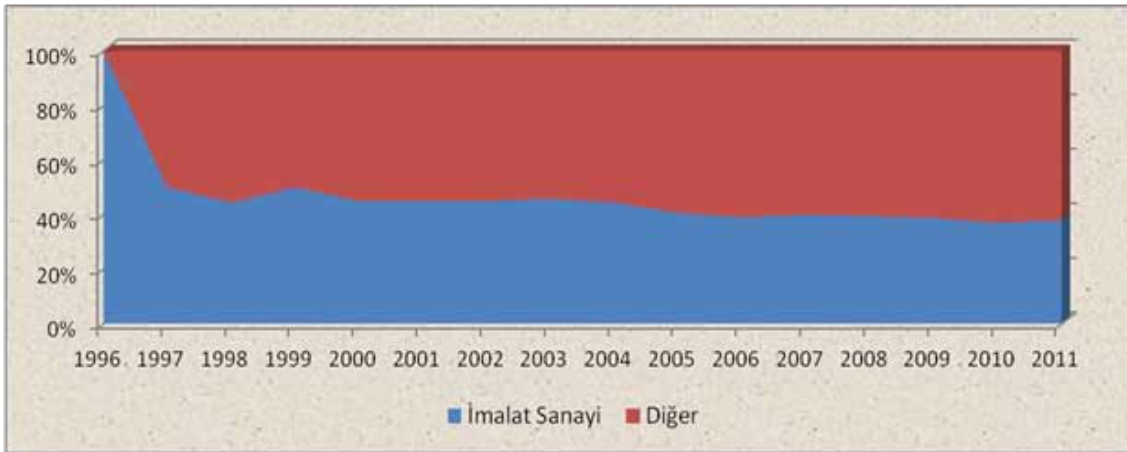
5.2. Sektörel Görünüm

Türkiye'de girişim sermayesi fonlarından yararlanan firmaların imalat sanayi ve diğer sınıflandırmasına göre tasnifine bakıldığında Şekil 40'de ise, son yıllarda girişim sermayesi desteği alan firmaların yarısından daha az bir kısmı imalat sanayi firmaları iken, henüz tamamlanmamakla birlikte 2011 yılında imalat sanayi firmalarının oranı %50'yi geçmiştir. Özellikle 2011 yılında 14 imalat sanayi firmasının girişim sermayesi fonları tarafından desteklenmiş olması dikkat çekicidir.



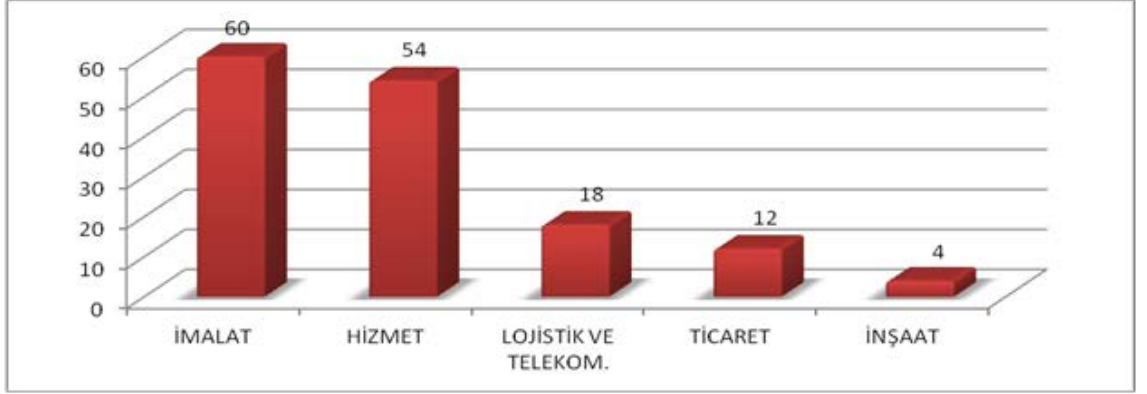
Şekil 41 - Girişim Sermayesi Destekli Firmaların Sektörel Dağılımı (Yıllık)

Bugüne kadar girişim sermayesinden yararlanmış tüm firmaların kümülatif değerlerinin yer aldığı Şekil 41’da yıllar itibariyle imalat sanayi firmalarının toplam içindeki payının artmadığı, aksine küçük de olsa bir azalış gösterdiği anlaşılmaktadır. Son dönemde ise, bu oranının yaklaşık %40 bandına oturup yatay bir eğilim gösterdiği gözlemlenmektedir.



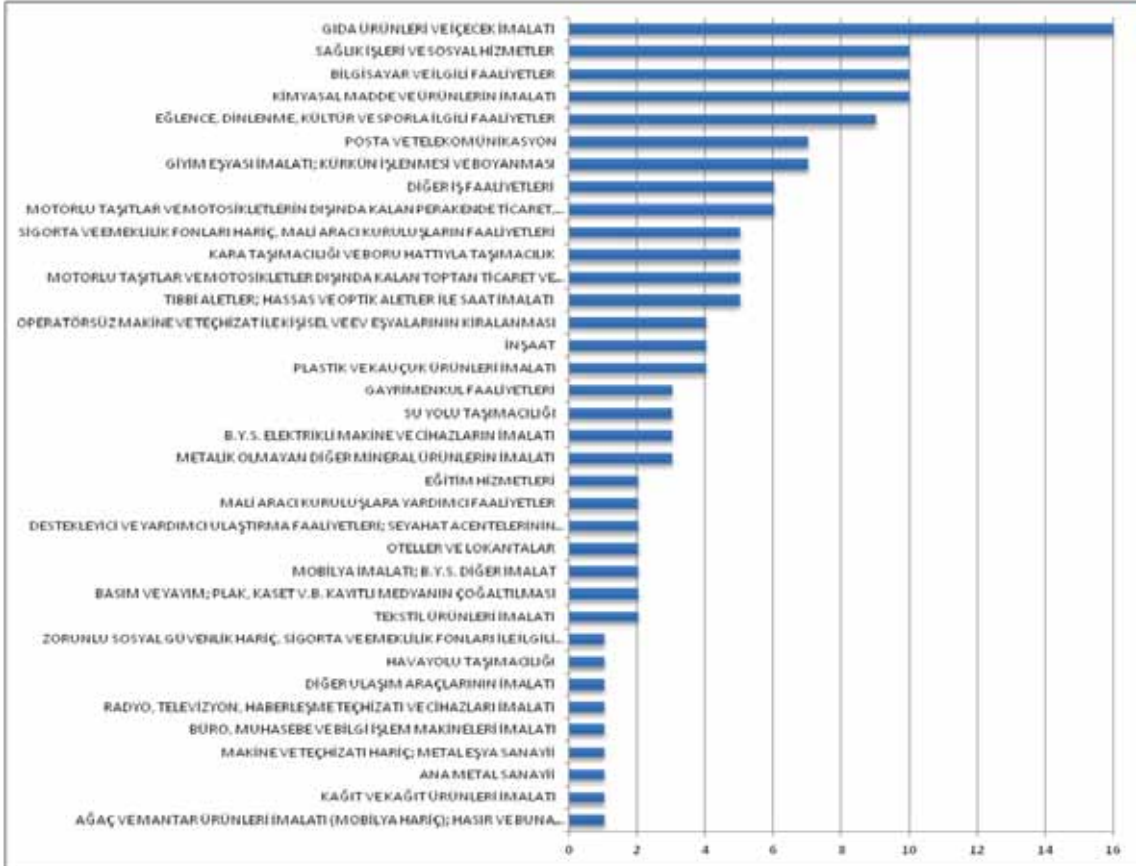
Şekil 42 - Girişim Sermayesi Destekli Firmaların Sektörel Dağılımı (Kümülatif) (%)

Girişim sermayeli firmaların yukarıdaki ikili ayrımın dışında, US-97 kod sınıflaması baz alınarak daha detaylı bir sınıflamaya tabi tutulması da mümkündür. Şekil 42’ a göre; imalat sektörü dışındaki diğer sektörleri hizmet, lojistik, ticaret ve inşaat olarak 4’ lü bir ayrım çerçevesinde değerlendirdiğimizde, 60 firma ile imalat sektörünü 54 firma ile hizmet sektörü takip etmektedir.



Şekil 43 - US-97 Kod Sınıflamasına Göre Girişim Sermayesi Destekli Firmalar

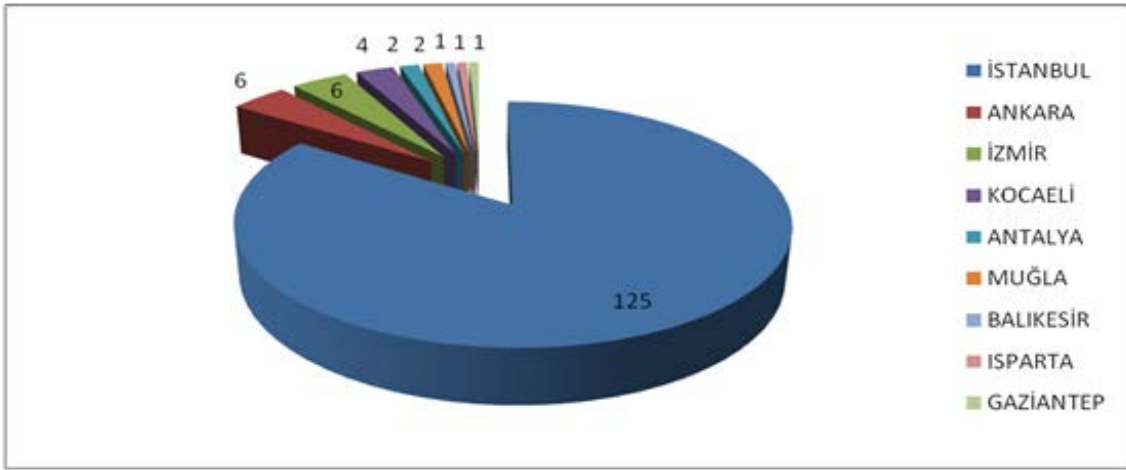
Tablo 5'de US-97 kodlaması altında firmaların daha detaylı bir sektörel ayrımına bakıldığında; 16 firma ile gıda ürünleri ve içecek imalatı, 10'ar firma ile sağlık, bilgisayar ve ilgili faaliyetler ve kimyasal ürünler imalatı sektörleri, 9 firma ile eğlence, dinlenme, kültür ve sanat ile ilgili faaliyetler, 7'ser firma telekomünikasyon ve giyim eşyası sektörlerinin desteklendiği görülmektedir.



Tablo 5 - US-97 Koduna Göre Detaylı Sektörel Ayrım

5.3. Coğrafi görünüm

Bir diğer farklı perspektiften, girişim sermayeli firmaların coğrafi dağılımının da irdelenmesi gerekmektedir. Şekil 43 ve Şekil 44'de gösterildiği üzere, desteklenen 150'ye yakın girişim sermayeli firmaların yaklaşık %85'i, merkezi İstanbul'da faaliyet gösteren firmalardan oluşmaktadır. İstanbul'u Ankara ve İzmir, 6'şar firma ile takip etmektedir. Aşağıdaki Türkiye haritasından da görülebileceği üzere yalnızca 9 ilde yerleşik firmaların fonlandığı göz önüne alındığında, girişim sermayesi desteğinin coğrafi olarak yayılmadığı, bu destekten yararlanan firma sayısı bakımından İstanbul dışındaki diğer 8 ilde de sınırlı bir uygulama alanı bulunduğu anlaşılmaktadır.



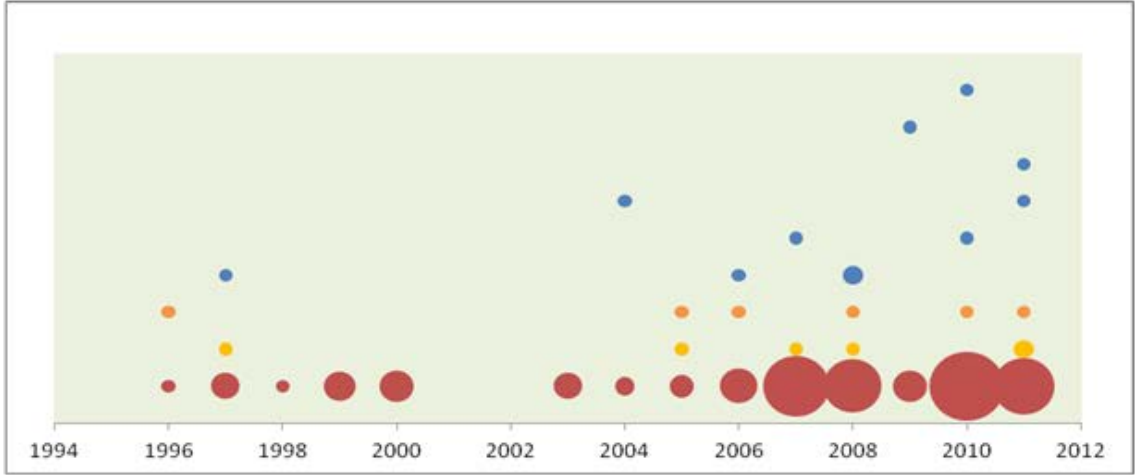
Şekil 44 - İller Bazında Girişim Sermayeli Firma Sayısı



Şekil 45 - Girişim Sermayesi Destekli Firma Haritası

Girişim sermayeli firmaların yıllar bazında coğrafi dağılımını gösteren Şekil 45'de kırmızı, sarı ve turuncu renkler sırasıyla İstanbul, İzmir ve Ankara merkezli firmalara, dairelerin büyüklüğü ise herhangi bir yılda girişim sermayesi fonları tarafından o ilde desteklenen firma sayısına işaret etmektedir. Söz konusu 3 il dışında kalan, girişim sermayesi destekli firmaların bulunduğu diğer 6 il için mavi renk kullanılmıştır.

Grafikten görüleceği üzere 2007 yılından itibaren, çoğunlukla İstanbul merkezli firmalar girişim sermayesi fonlarınca tercih edilmekle beraber mavi renkle gösterilen diğer 6 ilde de küçük çaplı bir hareketlenme gözlemlenmektedir.



Şekil 46 - Girişim Sermayeli Firmaların Yıllar İtibariyle Coğrafi Yoğunlaşması

5.4. Teknolojik Görünüm

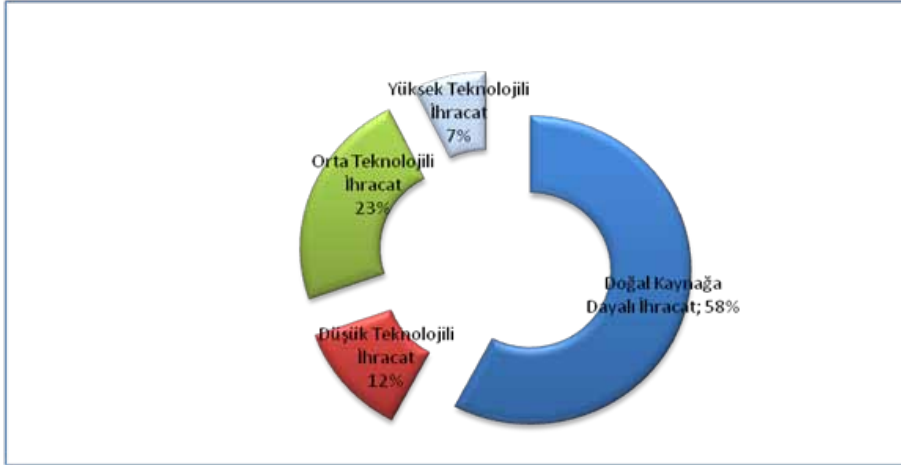
Girişim sermayesine konu olan firmaların teknolojik sınıflaması da önem taşımaktadır. UNIDO tarafından, SITC Rev.2 dış ticaret sınıflaması esas alınarak her bir sektörün teknolojik yoğunluğunun belirlendiği model çerçevesinde, girişim sermayeli imalatçı firmaların faaliyet gösterdikleri sektörlerin teknolojik sınıflama Şekil 20'de gösterilmiştir. Buna göre imalat firmalarının yaklaşık üçte ikilik kısmı, doğal kaynağa dayalı ve düşük teknoloji sektörlerde faaliyet gösterirken, orta ve yüksek teknoloji sektörlerin payı yalnızca %34'tür. Dikkati çeken bir diğer nokta ise, yüksek teknoloji sektörlerin payının orta teknolojiye göre daha fazla olmasıdır.

Girişim Sermayesi Destekli Firmaların Teknolojik Yapısı



Şekil 47 - Girişim Sermayesi Destekli Firmaların Teknolojik Yapısı

Şekil 46'de ise girişim sermayeli imalatçı firmaların ihracatlarının teknolojik dağılımını gösterilmektedir. Bu çerçevede doğal kaynağa dayalı üretim yapan firmaların toplam ihracat içindeki payları %58'e çıkmaktadır. Diğer bir ifade ile doğal kaynağa dayalı teknoloji kullanan firmalar ihracatta önemli bir ağırlığa sahip görünmektedirler.



Şekil 48 - Girişim Sermayesi Destekli Firmaların İhracatının Teknolojik Yapısı

Toplam firma sayısının %16'sını oluşturan orta teknoloji firmaların toplam ihracat içindeki payı %23'e çıkarken, %18'lik yüksek teknoloji firmaların ihracat payı %7'ye gerilemektedir. (Şekil 47) Bu verilerden, özellikle orta teknoloji firmaların görece yüksek ihracat hacmine sahip oldukları, buna karşılık yüksek teknoloji firmaların ihracatlarının sınırlı olduğu anlaşılmaktadır.

5.5. Sofistikasyon Analizi

Girişim sermayesi fonlarının portföyünde yer alan firmaların teknolojik sınıflandırmasının ötesinde farklı bir bakış açısı ile de değerlendirilmesi mümkündür. Bu analizde firmaların ihracatları teknolojik perspektiften değil sofistikasyonları baz alınarak incelenmektedir. Cesar Hidalgo ve Ricardo Hausmann tarafından geliştirilen modelde; her bir ihracat sektörünün sofistikasyon değeri, en basit haliyle, gelişmiş ülkelerin ihracat sepetlerinde ne derece yer aldıklarına göre hesaplanmaktadır. Buna göre yalnızca GSYİH'si yüksek ülkeler tarafından ihracat edilen ürünlerin sofistikasyon değeri yüksek olurken, az gelişmiş ya da gelişme yolundaki ülkelerin ihracat sepetlerinde yer alan ürünlerin sofistikasyon değerleri görece düşük olmaktadır.

Bu model çerçevesinde HS 4 basamağında 1.241 sektörün her birinin 2009 yılı sofistikasyon değerleri hesaplanmıştır. Söz konusu sektörlerin sofistikasyon değerleri, her bir firmanın sektörel ihracatı ile ağırlıklandırılarak, firmaların "birim ihracat başına sofistikasyonu" tespit edilmiştir. Tablo 6'de imalat sanayiinde faaliyet gösteren girişim sermayesi destekli firmaların birim ihracat başına sofistikasyon değerleri gösterilmiştir.

Birim İhracat Başına
Sofistikasyon Değeri

İmalat Sanayinde Faaliyet Gösteren Firmaların Sektörleri

37063	ECZACILIKTA VE TIPTA KULLANILAN KİMYASAL VE BİTKİSEL KAYNAKLI ÜRÜNLERİN İMALATI
35603	ECZACILIKTA VE TIPTA KULLANILAN KİMYASAL VE BİTKİSEL KAYNAKLI ÜRÜNLERİN İMALATI
35336	TIBBİ VE CERRAHİ TEÇHİZAT İLE ORTOPEDİK ARAÇLARIN İMALATI
35224	ECZACILIKTA VE TIPTA KULLANILAN KİMYASAL VE BİTKİSEL KAYNAKLI ÜRÜNLERİN İMALATI
34982	BALIK VE BALIK ÜRÜNLERİNİN İŞLENMESİ VE SAKLANMASI
33283	BALIK VE BALIK ÜRÜNLERİNİN İŞLENMESİ VE SAKLANMASI
31360	TIBBİ VE CERRAHİ TEÇHİZAT İLE ORTOPEDİK ARAÇLARIN İMALATI
30168	ALKOLSÜZ İÇECEK İMALATI, MADEN VE MEMBA SULARI ÜRETİMİ
28694	ALKOLLÜ İÇECEKLERİN DAMITILMASI, ARITILMASI VE KARIŞTIRILMASI; MAYALI MADDELERDEN ETİL ALKOL ÜRETİMİ
27524	B.Y.S. KİMYASAL ÜRÜNLERİN İMALATI
27287	PLASTİK ÜRÜNLERİ İMALATI
27090	SABUN VE DETERJAN, TEMİZLİK VE CİLALAMA MADDELERİ; PARFÜM; KOZMETİK VE TUVALET MALZEMELERİ İMALATI
26638	HALI VE KİLİM İMALATI
26178	TIBBİ VE CERRAHİ TEÇHİZAT İLE ORTOPEDİK ARAÇLARIN İMALATI
25750	BAŞKA YERDE SINIFLANDIRILMAMIŞ GIDA MADDELERİ İMALATI
25571	SÜT ÜRÜNLERİ İMALATI
24887	OLUKLU KARTON VE MUKAVVA İLE KAĞIT VE MUKAVVADAN YAPILAN AMBALAJLARIN İMALATI
24069	DİĞER KAUÇUK ÜRÜNLERİ İMALATI
23500	KİTAP, BROŞÜR, MÜZİK KİTAPLARI VE DİĞER YAYINLARIN YAYIMI
23310	PLASTİK ÜRÜNLERİ İMALATI
23303	KAKAO, ÇİKOLATA VE ŞEKERLEME İMALATI
22200	DİĞER KAUÇUK ÜRÜNLERİ İMALATI
22072	DEMİR - ÇELİK DIŞINDAKİ ANA METAL SANAYİİ
22009	BAŞKA YERDE SINIFLANDIRILMAMIŞ DİĞER İMALAT
21051	SEBZE VE MEYVELERİN İŞLENMESİ VE SAKLANMASI
20533	ALKOLSÜZ İÇECEK İMALATI, MADEN VE MEMBA SULARI ÜRETİMİ
20469	ELEKTRİK AMPÜLÜ VE LAMBALARI İLE AYDINLATMA TEÇHİZATI İMALATI

Birim İhracat Başına
Sofistikasyon Değeri

İmalat Sanayinde Faaliyet Gösteren Firmaların Sektörleri

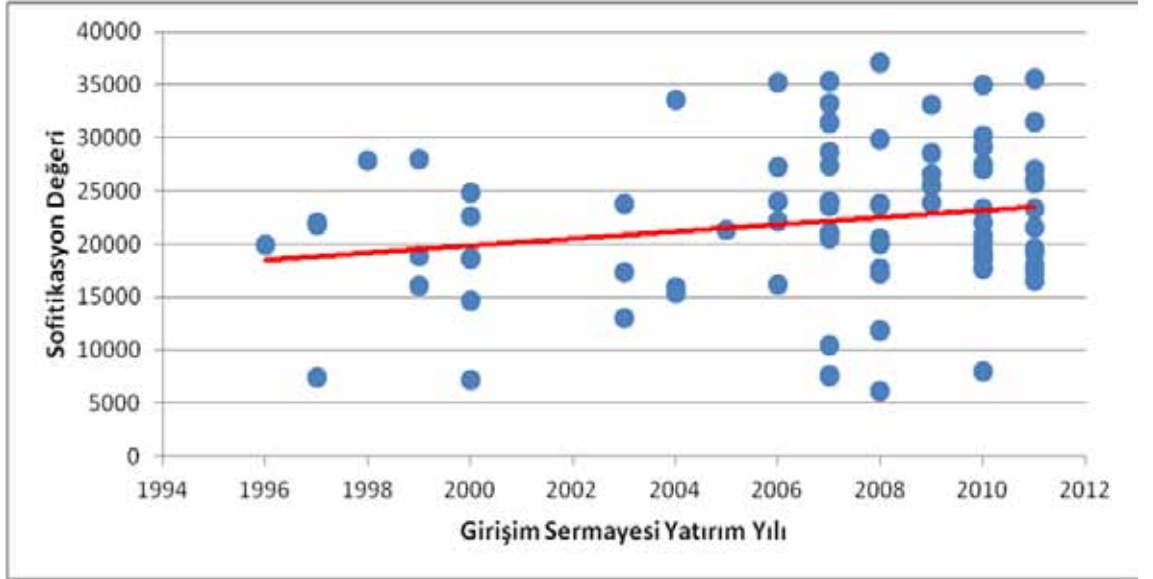
20209	RADYO VE TELEVİZYON VERİCİLERİ İLE TELEFON VE TELGRAF HATTI TEÇHİZATI İMALATI
20090	B.Y.S. ELEKTRİKLİ TEÇHİZAT İMALATI
19977	ELEKTRİK MOTORU, JENERATÖR VE TRANSFORMATÖRLERİN İMALATI
19635	ALKOLSÜZ İÇECEK İMALATI, MADEN VE MEMBA SULARI ÜRETİMİ
18918	SEBZE VE MEYVELERİN İŞLENMESİ VE SAKLANMASI
18062	B.Y.S. KİMYASAL ÜRÜNLERİN İMALATI
17712	TIBBİ VE CERRAHİ TEÇHİZAT İLE ORTOPEDİK ARAÇLARIN İMALATI
17707	BAŞKA YERDE SINIFLANDIRILMAMIŞ GIDA MADDELERİ İMALATI
17680	ATEŞE DAYANIKLI SERAMİK ÜRÜNLERİN İMALATI
17450	MEZBAHACILIK; ETİN İŞLENMESİ VE SAKLANMASI
17351	BİTKİSEL VE HAYVANSAL SIVI VE KATI YAĞ İMALATI
16552	KUYUMCULUK VE İLGİLİ MADDELERİN İMALATI
16026	ÇATAL-BIÇAK TAKIMI, EL ALETLERİ VE HIRDAVAT MALZEMELERİ İMALATI
15341	HALI VE KİLİM İMALATI
14658	YAPI MALZEMELERİ DIŞINDAKİ, ATEŞE DAYANIKLI OLMAYAN SERAMİK EŞYA İMALATI (ÇANAK, ÇÖMLEK, ÇİNİ, PORSE
12991	FIRIN ÜRÜNLERİ İMALATI
11904	BAŞKA YERDE SINIFLANDIRILMAMIŞ GIDA MADDELERİ İMALATI
11885	DİĞER AĞAÇ ÜRÜNLERİ İMALATI; HASIR VE BUNA BENZER, ÖRÜLEREK YAPILAN MADDELERİN İMALATI
10240	KÜRK HARİÇ, GİYİM EŞYASI İMALATI
8055	KÜRK HARİÇ, GİYİM EŞYASI İMALATI
7718	KÜRK HARİÇ, GİYİM EŞYASI İMALATI
6208	KÜRK HARİÇ, GİYİM EŞYASI İMALATI

Tablo 6 - İmalat Sanayindeki Firmaların Sektörleri ve Sofistikasyon Değerleri

Buna göre; en yüksek sofistikasyon değerine sahip olan girişim sermayeli firmalar, “Eczacılıkta ve Tıpta Kullanılan Kimyasal ve Bitkisel Kaynaklı Ürünlerin İmalatı”, “Tıbbi ve Cerrahi Teçhizat İle Ortopedik Araçların İmalatı”, “Balık ve Balık Ürünlerinin İşlenmesi ve Saklanması” ile Alkollü ve Alkolsüz İçecek sektörlerinde faaliyet gösteren firmalardır. Sofistikasyon değeri en düşük girişim sermayeli firmalar ise giyim eşyası ve ağaç ürünleri imalatı yapan firmalardır.

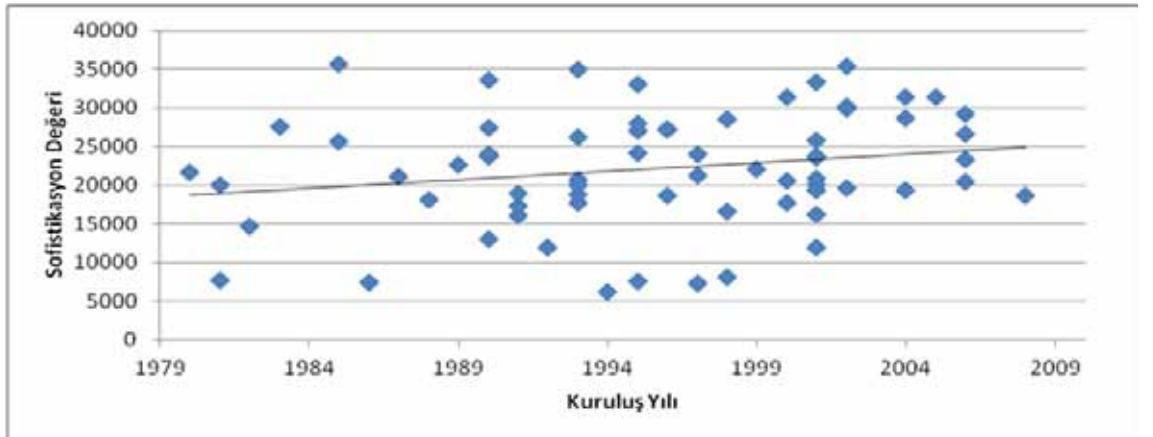
Şekil 48’de firmaların birim ihracat başına sofistikasyon değerleri dikey ekseninde, firmanın girişim

sermayesi aldığı yıl ise yatay eksende gösterilmiştir.



Şekil 49 - Girişim Sermayesi Destekli Firmaların Sofistikasyonları

Grafikteki eğilim çizgisinden de görüleceği üzere özellikle son dönemde fonlanan firmaların sofistikasyon değerleri hafif bir artış göstermektedir. Diğer bir ifadeyle; 1994-2011 yılları arasında girişim sermayesi fonlarının, zaman içerisinde, sofistikasyonu daha yüksek sektörlerdeki firmalara ortak oldukları anlaşılmaktadır. Bu da sofistikasyonu yüksek sektörlerde faaliyet gösteren firmaların, girişim sermayesi fonlarının hedef alanına daha fazla girmeye başladıklarının işaretidir.



Şekil 50 - 1980 Sonrasında Kurulan Girişim Sermayeli Firmaların Sofistikasyon Değerleri

Bunda, özellikle 1980 sonrasında kurulan firmaların daha sofistike sektörlerde faaliyet gösteriyor olmalarının payı büyüktür. Şekil 49'deki eğilim çizgisinden anlaşılabileceği üzere girişim sermayesine konu firmaların kuruluş yılları günümüze yaklaştıkça, firmanın sofistikasyon değeri yükselmektedir.

Bu da yeni dönemde kurulan firmalardan girişim sermayesi tarafından desteklenenlerinin daha sofistike sektörlerle odaklandıklarını, bu açıdan genç firmaların girişim sermayesine konu olmasının ne derece önemli olduğunu göstermektedir.

5.6. İstatistiksel Analiz

Bu bölümde, ilk olarak girişim sermayesi desteği alan şirketlerin bu desteği aldıktan sonra faaliyet gösterdikleri sektörlerdeki toplam ihracata katkısının artıp artmadığı sınama testleri yardımıyla incelenecektir. İkinci olarak, girişim desteği alıp ihracat payını istatistiksel olarak anlamlı ölçüde arttıran şirketlerin faaliyet gösterdikleri sektörlerdeki sofistikasyon değerlerine bakılacaktır. Bu sektörlerin sofistikasyon değerlerinin ortalamasının üstünde olması, girişim sermayesi desteğinin ihracatın rekabet edebilme gücünü artırıp ivme kazandıracak sektörlerde daha başarılı olduğunu gösterecektir. Bu tür bir bulgu da, girişim sermayesinin etkinliği ile ilgili savları güçlendireceği gibi önemli bir politika önermesi de içerecektir.

Yukarıda belirtilen argümanlardan yola çıkarak, girişim desteği alan şirketlerin yer aldığı ve gümrük tarife istatistik pozisyonu (gtip) kodlarına göre sınıflandırılmış 127 sektörü içeren bir veri seti oluşturulmuştur. Bu sektörlerin her biri için ayrı ayrı sofistikasyon değerleri bulunmuştur. Daha sonra, bu sektörlerde girişim sermaye desteği alan şirketlerin, destek almadan önce sektörün toplam ihracatının içindeki payları, destek aldıktan sonraki paylarıyla karşılaştırılmıştır. Böylelikle, girişim desteği alan şirketlerin hangi sektörlerde ihracat açısından istatistiksel olarak daha başarılı oldukları tespit edilmiştir.

Elde edilen bulgular Tablo 7'da özetlenmektedir. Tabloda, girişim desteği aldıktan sonra sırasıyla 95% ve 90% güven seviyelerinde istatistiksel olarak anlamlı biçimde ihracat paylarını arttıran şirketlerin faaliyet gösterdikleri sektörler gtip kodlarına göre sıralanmaktadır. Son sütunda ise bu sektörlerin sofistikasyon değerleri yer almaktadır.

95% Güven seviyesinde ihracat payını arttıran şirketlerin faaliyet gösterdiği sektörler

GTİP Kodu	Sektör	Sofistikasyon Derecesi
1509	Zeytinyağı ve fraksiyonları	18442.16
1512	Ayçiçeği, aspir, pamuk tohumu yağları (kimyasal olarak değiştirilmemiş)	8106.06
1602	Konserve; hazırlanmış/et, sakatat/kandan müstahzar	20957.68
1904	Hububat esaslı kabartılmış gıda mamulleri	24269.75
2002	Domates (sirke/asetik asitten başka usullerle hazırlanmış)	21113.85
3506	Diğer müstahzar tutkallar, yapıştırıcılar	28534.47
3824	Kimya ve bağlı sanayide kullanılan kimyasal ürünler	26000.54
3921	Plastikten diğer levhalar, yaprak, pelikül, varak ve lamalar	27288.90
3925	Plastikten inşaat malzemesi	24614.36
4819	Kağıt/karton vb. esaslı kutu, kılıf, torba vb. eşya	23970.05
5811	Kapitoneli mensucat (parçalı)	6073.762
8215	Sofra ve mutfak eşyası	11256.19
9608	Kalemler; ucu bilyeli, keçeli kalemler, dolma kalemler, parçaları	21191.04

90% Güven seviyesinde ihracat payını arttıran şirketlerin faaliyet gösterdiği sektörler

GTİP Kodu	Sektör	Sofistikasyon Derecesi
0712	Kurutulmuş sebzeler (bütün, kesilmiş, dilimlenmiş, kırılmış, toz halinde)	11801.43
1515	Diğer bitkisel sabit yağlar (kimyasal olarak değiştirilmemiş)	16227.12
1901	Malt hılasası; un, nişasta ve malt esaslı müstahzarlar	32043.85
1905	Ekmek, pasta, kek, bisküvi vs. ile boş ilaç kapsülü mühür güllacı vs.	23280.15
2007	Reçel, jöle, marmelat, meyve püresi ve pastaları	17527.29
3926	Plastikten diğer eşya	23571.68
4005	Karıştırılmış kauçuk-vulkanize edilmemiş, ilk şekillerde	16351.35
4820	Defterler, bloknotlar, klasörler, dosyalar vb. kırtasiye eşyası	13300.55
4821	Kağıt/kartondan her cins etiketler	20588.24
5603	Dokunmamış mensucat (emdirilmiş)	26787.24
8708	Kara taşıtları için aksam, parçaları	22703.69

Tablo 7 – Girişim Sermayesi Yatırımı Aldıktan Sonra İhracat Paylarını Arttıran Şirketlerin Faaliyet Gösterdikleri Sektörler

Elde edilen bulgular, girişim desteği alan şirketlerin yer aldığı 127 sektörün 79'unda desteklenen şirketlerin sektör içindeki ihracat paylarını arttırdığı, bunların 24 tanesinde ihracat payındaki artışın istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. İncelenen sektörlerin hemen hepsinde ihracatın arttığı ve girişim desteği alan çok sayıda şirketin bu desteği küresel finansal krizden hemen önce aldığı düşünülürse, girişim desteğinin ihracat üzerindeki olumlu etkisi daha iyi anlaşılabilir.

İkinci olarak, yukarıda bahsedilen sektörlerin sofistikasyon derecelerinin ortalama değerler üzerinde olup olmadığı incelenmektedir. Tablo 8 sofistikasyon derecesi yüksek sektörleri belirtmektedir.

95% Güven seviyesinde ihracat payını arttıran şirketlerin faaliyet gösterdiği sektörler ve sofistikasyon değerleri

GTİP Kodu	Sektör	Sofistikasyon Derecesi
1509	Zeytinyağı ve fraksiyonları (kimyasal olarak değiştirilmemiş)	18442.16
1602	Konserve; hazırlanmış/et, sakatat/kandan müstahzar	20957.68
1904	Hububat esaslı kabartılmış gıda mamulleri	24269.75
2002	Domates (sirke/asetik asitten başka usullerle hazırlanmış)	21113.85
3506	Diğer müstahzar tutkallar, yapıştırıcılar	28534.47
3824	Kimya ve bağlı sanayide kullanılan kimyasal ürünler	26000.54
3921	Plastikten diğer levhalar, yaprak, pelikül, varak ve lamalar	27288.90
3925	Plastikten inşaat malzemesi	24614.36
4819	Kağıt/karton vb. esaslı kutu, kılıf, torba vb. eşya	23970.05
9608	Kalemler; ucu bilyeli, keçeli kalemler, dolma kalemler, parçaları	21191.04

90% Güven seviyesinde ihracat payını arttıran şirketlerin faaliyet gösterdiği sektörler ve sofistikasyon değerleri

GTİP Kodu	Sektör	Sofistikasyon Derecesi
1901	Malt hülasesi; un, nişasta ve malt esaslı müstahzarlar	32043.85
1905	Ekmek, pasta, kek, bisküvi vs. ile boş ilaç kapsülü mühür güllacı vs.	23280.15
2007	Reçel, jöle, marmelat, meyve püresi ve pastları	17527.29
3926	Plastikten diğer eşya	23571.68
4821	Kağıt/kartondan her cins etiketler	20588.24
5603	Dokunmamış mensucat (emdirilmiş)	26787.24
8708	Kara taşıtları için aksam, parçaları	22703.69

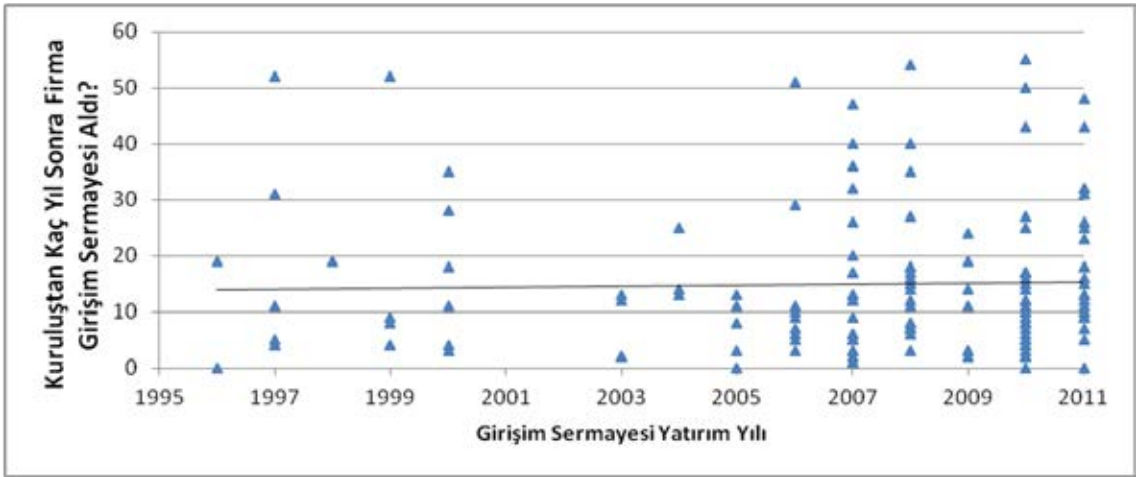
Tablo 8 - Girişim Destekli Firmaların İhracat Payını Arttırdıkları Sektörlerin Sofistikasyon Analizi

Buna göre; %95 güven seviyesinde ihracat payını arttıran girişim destekli şirketlerin yer aldığı 13 sektörün 10'unun sofistikasyon değerleri ortalamanın üstündedir. %90 güven seviyesinde ihracat payını arttıran 11 sektörden ise 7'sinin sofistikasyon değeri ortalamanın üstündedir. Dolayısıyla, girişim desteği alıp ihracatını sektör performansının istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde üstüne çıkartan şirketlerin çok önemli bir bölümü başka ülkeler tarafından kolaylıkla üretilmeyen, katma değeri yüksek ve ihracata ivme kazandıracak nitelikte mal ve hizmet üretmektedirler.

Yukarıda belirtilen sonuçlar, girişim desteğinin olumlu etkilerini pekiştirdiği gibi önemli politika önermesi de taşımaktadır. İhracat açısından değerlendirildiğinde, girişim desteğinin daha fazla teşvik edilmesi gereken sektörler, desteklenmesi halinde ihracatını sektör ortalamasının üstünde arttıracak ve sofistikasyon değerleri yüksek olan sektörler olmalıdır.

5.7. Yaşam Döngüsü Analizi

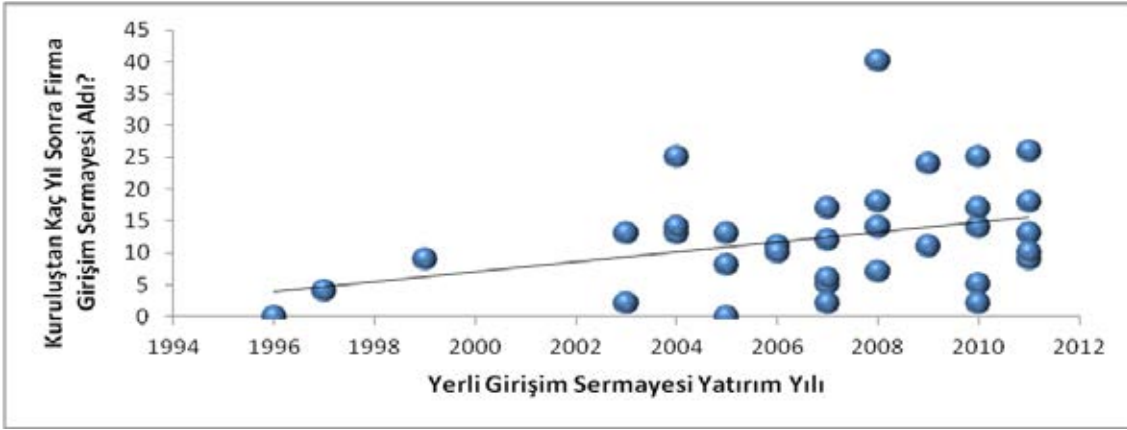
Bu bölümde girişim sermayesi destekli firmaların kuruluşlarından itibaren kaç yıl sonra girişim sermayesi aldıkları incelenmektedir. Şekil 50'de her bir mavi renkli üçgen firmaları temsil etmektedir.



Şekil 51 - Girişim Sermayeli Firmaların İlk Girişim Sermayesi Aldıkları Yıl

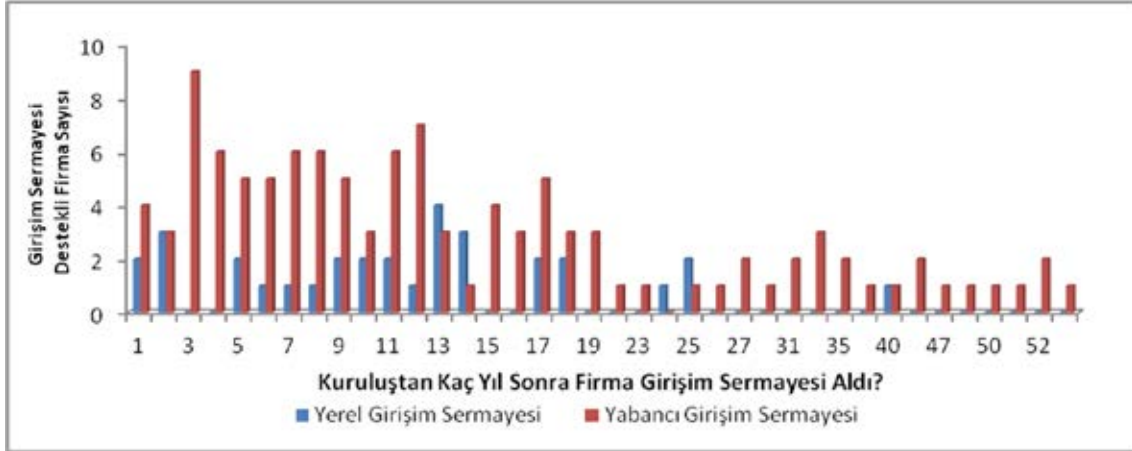
Yatay eksenle firmaların girişim sermayesi aldıkları yıl, dikey eksenle ise her bir firmanın kurulduğu tarihten itibaren girişim sermayesi aldıkları tarihe kadar geçen süre gösterilmektedir. Grafikteki eğilim çizgisinden, günümüze yaklaştıkça firmaların, kuruluşlarından itibaren girişim sermayesi fonundan yararlandıkları tarihe kadar geçen sürenin sınırlı bir artış gösterdiğine işaret etmektedir. Bu sonuç da zaman içerisinde girişim sermayesi fonlarının daha genç firmalara odaklanmakta yetersiz kaldıklarını ortaya koymaktadır.

Girişim sermayesi destekli firmaları yerli ve yabancı olarak ayırdığımızda, firmaların kuruluşlarından itibaren kaç yıl sonra girişim sermayesi aldıklarına ilişkin analiz biraz daha netleşmektedir. Her ne kadar yerli girişim sermayesi firmaları tarafından desteklenen firma sayısı sınırlı olsa da, Şekil 51'de görüleceği üzere, son dönemde yerli girişim sermayesi portföylerinde yer alan firmaların gençleşme- dikleri anlaşılmaktadır.



Şekil 52 - Girişim Sermayeli Firmaların İlk Yerli Girişim Sermayesi Aldıkları Yıl

Son olarak da, Şekil 52’de firmaların girişim sermayesi aldıkları tarihte kaç yıldır faaliyet gösterdikleri yer almaktadır. Sonuçlar, yabancı ve yerli girişim sermayesi fonlarının portföylerinde, yeni kurulmuş firmaların çok küçük bir yer tuttuğunu göstermektedir. Yabancı girişim sermayeli fonların portföylerindeki ağırlık 3 - 13 yıllık firmalardadır. İlk iki yılında firmalara girişim sermayesi sağlama açısından değerlendirildiğinde, yerel girişim sermayesi fonlarının daha aktif oldukları anlaşılmaktadır. Son olarak, yabancı girişim sermayesi fonlarında desteklenen firma yıl aralığının çok daha büyülebildiği görülmektedir. 20 yıldan daha uzun süredir faaliyet gösteren firmalara ise ağırlıklı olarak yabancı sermayeli girişim fonları ilgi göstermektedir.



Şekil 53 - Girişim Sermayesi Alan Firmaların Destek Aldıkları Tarihteki Yaşları

5.8. Genel Değerlendirme

2007 yılından itibaren girişim sermayeli firma sayısının önemli bir artış gösterdiği ülkemizde, bugüne kadar 150'ye yakın firma girişim sermayesi fonları tarafından fonlanmıştır. Girişim sermayesi fonlarının menşeleri göz önüne alındığında, yerli girişim sermayesi firmaları tarafından fonlanan firma sayısında yıllık bazda önemli artış yaşanmadığı anlaşılmaktadır.

2007 yılından itibaren artış gösteren girişim sermayeli firma portföyü, yıllık bazda en yüksek artışı 2010 yılında göstermiştir. Henüz tamamlanmamış olan 2011 verileri ise halen 2010 yılının gerisindedir. Buna rağmen 2011 yılı açısından dikkati çeken husus, 2011 yılında desteklenen imalat sanayi firmalarının oranının %50'yi geçmiş olmasıdır.

İmalat sektörü dışındaki diğer sektörleri hizmet, lojistik, ticaret ve inşaat olarak 4'lü bir ayırım çerçevesinde değerlendirdiğimizde, 60 firma ile en fazla girişim sermaye desteği alan imalat sektörünün hizmet sektörü 54 firma ile takip etmektedir. Bu da desteklenen firmaların %40'lık bölümünün imalat sanayi firmalarından oluştuğunu göstermektedir.

Girişim sermayeli firmaları coğrafi olarak değerlendirdiğimizde, söz konusu firmaların yaklaşık %85'inin merkezi İstanbul'da faaliyet gösteren firmalardan oluştuğu, İstanbul'u, Ankara ve İzmir'in, 6'şar firma ile takip ettiği görülmektedir. 2007 yılından itibaren çoğunlukla İstanbul merkezli firmalar girişim sermayesi fonlarınca tercih edilmekle beraber diğer illerde küçük çaplı da olsa bir hareketlenme gözlemlenmektedir.

Teknolojik olarak girişim sermayeli firmaları incelediğimizde, imalat firmalarının yaklaşık üçte ikilik kısmı doğal kaynağa dayalı ve düşük teknoloji sektörlerde faaliyet gösterirken, orta ve yüksek teknoloji sektörlerin payı yalnızca %34'tür. Dikkati çeken bir diğer husus, yüksek teknoloji sektörlerinin payının, orta teknolojiden daha fazla olmasıdır.

Söz konusu firmaların ihracatlarını ele aldığımızda ise, doğal kaynağa dayalı üretim yapan firmaların toplam ihracat içindeki payının %58'e çıktığı görülmektedir. Bu açıdan, doğal kaynağa dayalı üretim yapan, teknoloji kullanan firmalar ihracatta önemli bir ağırlığa sahip görünmektedirler. Toplam firma sayısının %18'ini oluşturan yüksek teknoloji firmaların ihracat payı %7'ye gerilemektedir. Bu verilerden yüksek teknoloji ürün ihracatı yapan girişim sermayeli firmaların ihracat performanslarının, diğer sektörlerle kıyasla düşük olduğu anlaşılmaktadır.

Sofistikasyon değerleri üzerinden yapılan analize göre, girişim sermayesi destekli imalat sanayi firmalarından özellikle "Eczacılıkta ve Tıpta Kullanılan Kimyasal ve Bitkisel Kaynaklı Ürünlerin İmalatı" ve "Tıbbi ve Cerrahi Teçhizat İle Ortopedik Araçların İmalatı" sektörlerinde faaliyet gösteren firmaların en yüksek sofistikasyon değerlerine sahip firmalar olduğu görülmektedir.

Yapılan analizler, Türkiye'de son dönemde fonlanan firmaların sofistikasyon değerlerinin hafif bir artış gösterdiğini ortaya koymaktadır. Diğer bir ifadeyle 1994 - 2011 yılları arasında ülkemizde girişim sermayesi fonlarının, günümüze yaklaştıkça sofistikasyonu daha yüksek sektörlerdeki firmalara yatırım yaptıkları anlaşılmaktadır. Bu da sofistikasyonu yüksek sektörlerde faaliyet gösteren firmaların, girişim sermayesi fonlarının hedef alanına daha fazla girmeye başladıklarının işaretidir.

Konuya ilişkin bir diğer tespit, girişim sermayesine konu firmaların kuruluş yılları günümüze yaklaştıkça, firmanın sofistikasyon değerinin yükseldiğidir. Bu da yeni dönemde kurulan firmalardan girişim sermayesi tarafından desteklenenlerinin daha sofistike sektörlerle odaklandıklarını, bu açıdan genç firmaların girişim sermayesine konu olmasının ne derece önemli olduğunu bize göstermektedir.

Girişim sermayesi destekli firmaları, kuruluşlarından itibaren kaç yıl sonra girişim sermayesi aldıkları göz önünde bulundurularak bir analize tabi tuttuğumuzda karşımıza farklı bir sonuç çıkmaktadır. Buna göre günümüze yaklaştıkça firmaların, kuruluşlarından itibaren girişim sermayesi fonundan yararlandıkları tarihe kadar geçen süre sınırlı bir artış göstermektedir. Bu sonuç da zaman içerisinde girişim sermayesi fonlarının daha genç firmalara odaklanmakta yetersiz kaldıklarını net bir şekilde ortaya koymaktadır.

Son olarak hem yabancı menşeli hem de yerel girişim sermayesi fonlarının portföylerinde, yeni kurulmuş firmalar çok küçük bir yer tutmaktadır. Yabancı girişim sermayeli fonların portföylerindeki ağırlık 3 - 13 yıllık firmalardadır. İlk iki yılında firmalara girişim sermayesi sağlama açısından değerlendirildiğinde, yerli girişim sermayesi fonlarının daha aktif oldukları anlaşılmaktadır. Ancak sonuç olarak, her iki fon grubu da özellikle erken aşama firmalarına fon sağlamakta yetersiz kalmaktadırlar.

6. TÜRKİYE’NİN İHRACATINDA GİRİŞİM VE RISK SERMAYESİNİN ÖNEMİ

Türkiye’de birçok sektörün erken aşama girişimlerin gerekli finansmana ulaşmakta zorluklar yaşadığını ve uluslararası ölçeği yakalamakta profesyonel ekiplere ulaşma sıkıntıları olduğu görülmektedir. 2011 yılı başında Harvard Business School ve Dış Ticaret Müsteşarlığı’nın katkılarıyla hazırlanan “Türk Yazılım Sektörü” araştırmasına ilişkin sonuçlar ile tespit edildiği üzere; Türkiye’de mühendis ve yazılımcıların, küçük ölçekte faaliyet gösteren girişimlerin ihracat odaklı büyümesi önünde temel 3 sorunu bulunmaktadır. İlki; yurtdışı pazarlar hakkında yeterince bilgi sahibi olunamaması, ikincisi; finansmana erişim, üçüncüsü ise hukuki durumlar ile ilgilenebilecek yeterli uzman ekibe sahip olunamamasıdır.

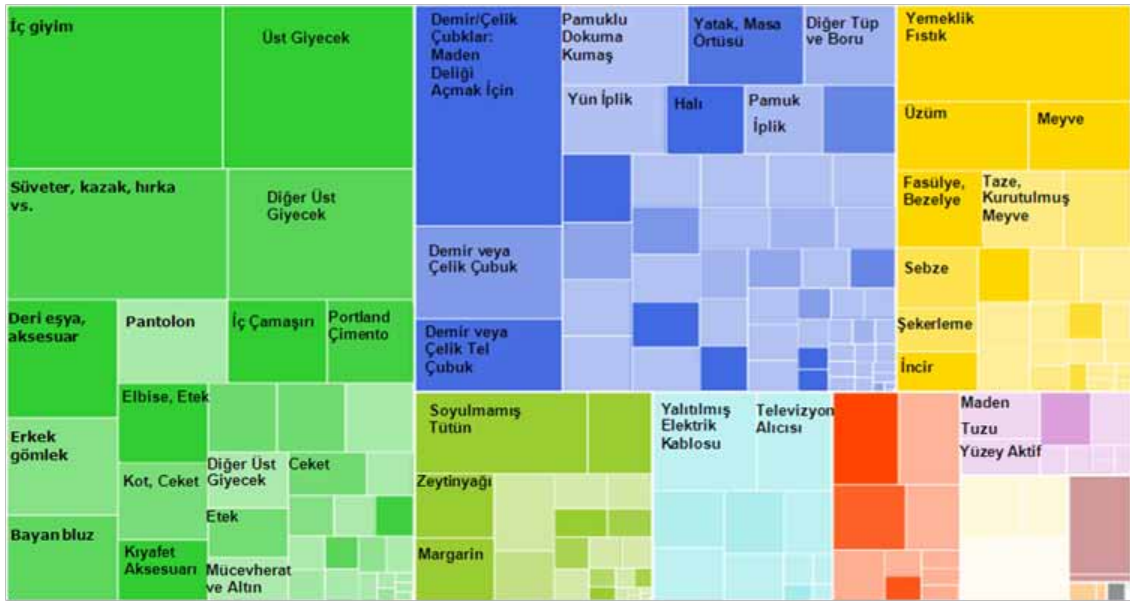
İlk üç sorun birçok KOBİ niteliğinde olan Türk firmasının ortak sorunu olduğu için özellikle yüksek büyüme potansiyeli içeren teknoloji firmalarının istenen başarıyı sağlayabilmesi için “girişim sermayesi” aracının yaygınlaşabileceği girişim ekosistemini geliştirmek, ihracatımızın %60’ını gerçekleştiren KOBİ girişimlerine yönelik daha fazla kaynak yaratılması açısından önemlidir. Erken aşama teşebbüslerin başarı hikayelerine dönüştürülmesi için finansman sağlamak yeterli değildir. Girişim sermayesi fonlarında yönetici olan ortaklar tarafından aktif katılım sağlanarak yön verilen firmalar, büyük ölçekte üretim yapan büyük firmaların sahip olduğu profesyonel takımların verebildiği yönlendirmeler ile erken aşama ve büyüme firmalarına büyük sıçrama olanakları sunmaktadırlar.

Bu noktada girişim sermayesi fonları tarafından desteklenen teknoloji firmalarının, Türkiye ihracatı açısından neden önemli olduğunun ortaya konulması gerekmektedir.

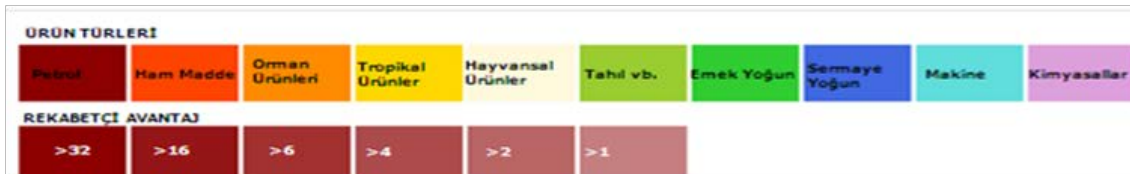
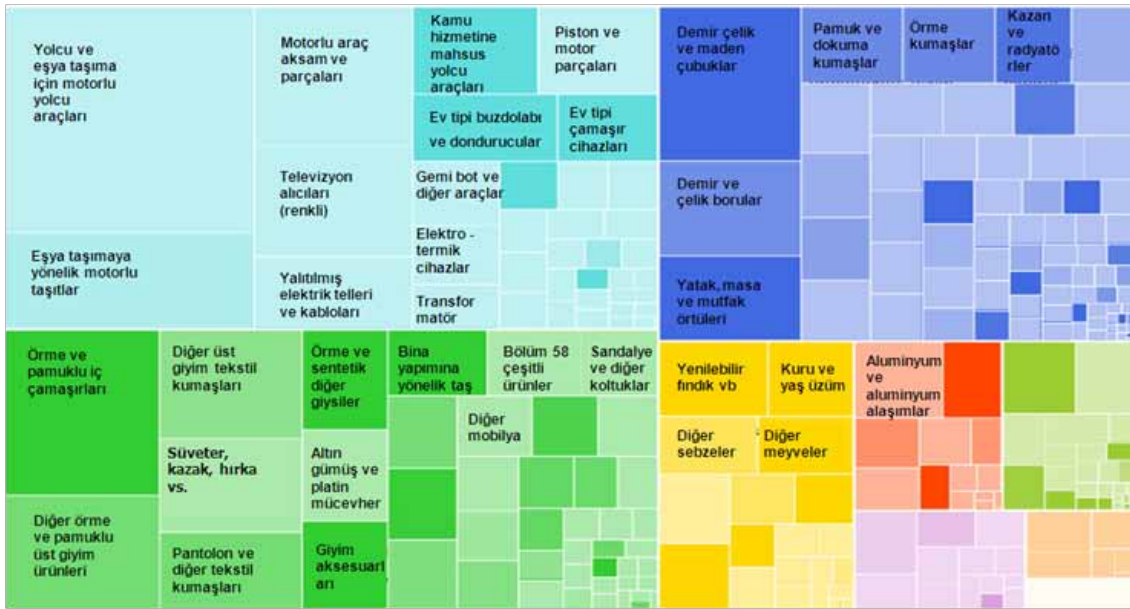
6.1. Türkiye’nin İhracatı Açısından Girişim Sermayesinin Önemi

1995-2010 yılları arasındaki son 15 yıllık dönemde Türkiye’nin ihracatının durumunu ortaya koyan aşağıdaki grafikler aslında Türkiye’nin bu dönemde ne derece önemli bir dönüşümü hayata geçirdiğini bize göstermektedir. “Tree Map” yöntemi ile çizilen 2 grafikten ilki Türkiye’nin 1995 yılındaki ihracatını, ikincisi ise 2009 yılı ihracatını göstermektedir.

Dikdörtgenlerin içindeki her bir renk farklı bir sektörü temsil etmekte ve renklerin koyuluğu da o sektörde Türkiye’nin küresel ölçekte rekabet gücünün boyutunu ortaya koymaktadır. 10 farklı Leamer sınıflandırması kullanılarak çizilen grafiklere göre Türkiye’nin 1995 yılında ihracatının önemli bir kısmı emek yoğun sektörlerce gerçekleştirilmiş ve makine sektörünün ihracat içindeki payı da oldukça sınırlı bir seviyede kalmıştır. 2009 yılına geldiğimizde ise; otomotivi de içine alacak şekilde gösterilen makine sektörü, Türkiye’nin ihracatının çok ciddi bir kısmını teşkil eder hale gelmiş ve ihracatımız içinde emek yoğun sektörlerin payını geçmiştir. Aynı zamanda makine sektörünün ürün çeşitliliği olarak 2009 yılı itibarı ile çok önemli bir seviyeye ulaştığı, açık mavi ile gösterilen sektörün kendi içinde çok sayıda kutucuk içermesinden anlaşılmaktadır.



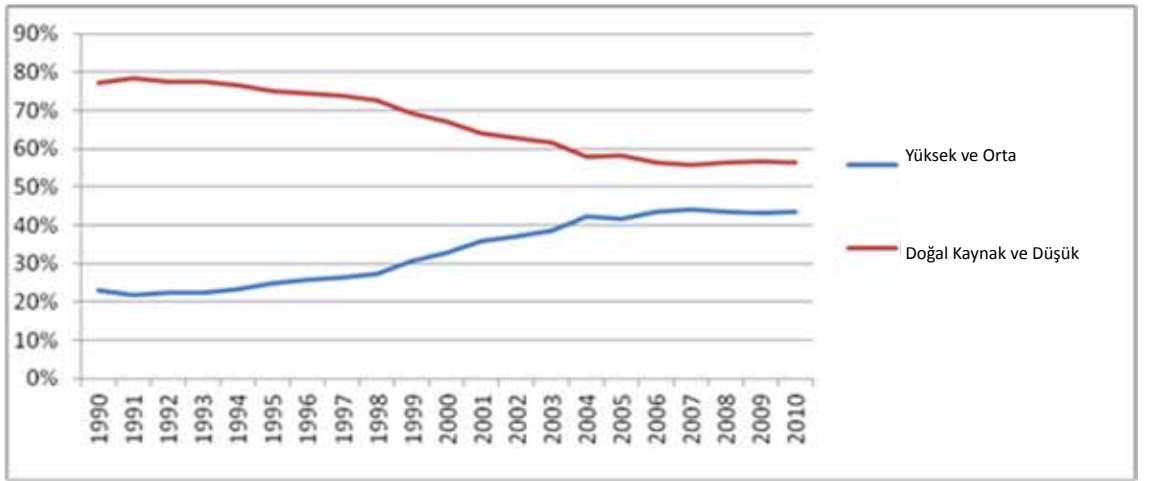
Şekil 54 - Leamer Sınıflandırması Kullanılarak Türkiye İhracatı: 1995



Şekil 55 - Leamer Sınıflandırması Kullanılarak Türkiye İhracatı: 2009

Benzer şekilde 2002 - 2010 yılları arasında Türkiye'nin ihracatının teknolojik yapısını incelediğimizde de bu dönüşüm görülmektedir. Buna göre; 2002 yılında toplam ihracatımız içinde doğal kaynağa dayalı ve düşük teknolojlili ihracatın payı %63 iken 2010 yılında bu oran %56'ya gerilemiştir. Buna karşılık orta ve yüksek teknolojinin payı 2002 yılında %37 seviyesinden %44'e yükselmiştir. Diğer bir ifade ile Türkiye'nin ihracatının teknolojik seviyesinde son 8 yılda yaklaşık %20'lik bir artış meydana gelmiştir.

Ne var ki, Şekil 55'den görüleceği üzere; Türkiye'nin orta ve ileri teknoloji ürün ihracatı milyon dolar olarak yıllık bazda artış göstermekle birlikte, toplam ihracatımız içinde orta ve ileri teknolojinin payı 2006 yılından itibaren %44 bandına oturmuş ve çok küçük değişimler göstermek suretiyle aynı bantta devam etmektedir.

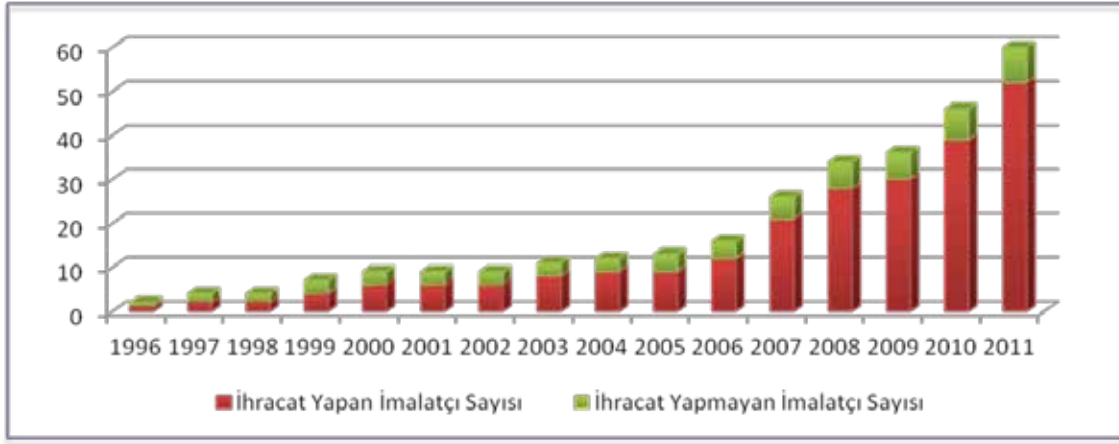


Şekil 56 - Türkiye İhracatının Teknolojik Yoğunluğu

İşte bu noktada özellikle Türkiye'de girişim sermayesi piyasasının gelişmesi durumunda Türkiye'nin orta ve ileri teknoloji ihracatında bir gelişme yaşanıp yaşanmayacağını tespit edilmesi gerekmektedir. Bunun için son 5 yıldır %44 seviyesinde devam eden orta ve ileri teknoloji ihracatında Türkiye'nin gerçekleştirmesi gereken atılıma hizmet edebilecek bir politika aracı olan girişim sermayesi fonlarının etkilerinin mevcut koşulda girişim desteği alan firmaların verisi kullanılarak analiz edilmesi önem taşımaktadır.

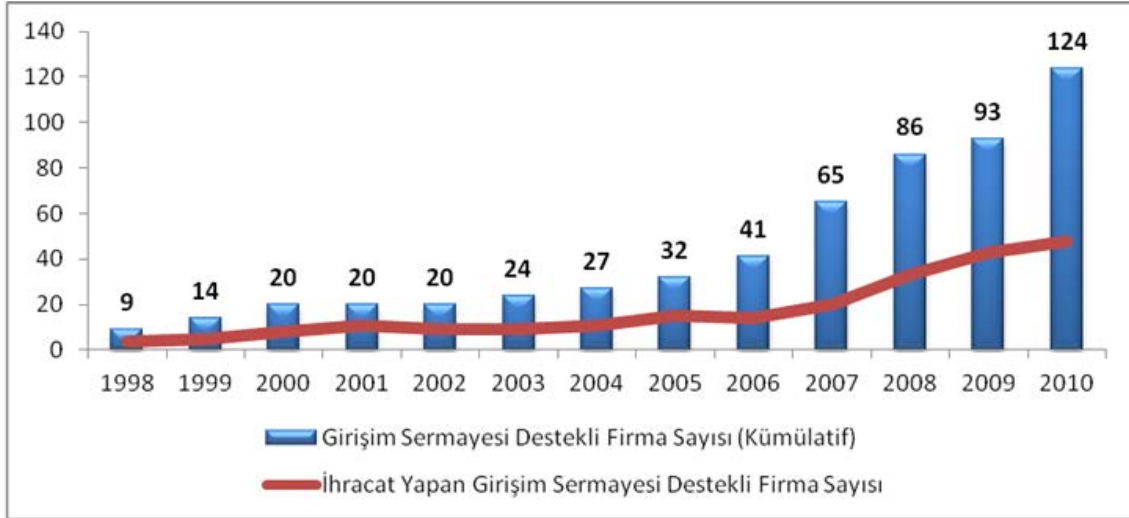
6.2. Türkiye'de Girişim Sermayesi Destekli Firmaların İhracat Profili

Girişim sermayesi destekli firmaların sektörel değerlendirmesinde incelenmesi gereken bir nokta bu firmaların ihracatçı olup olmadıklarıdır. Şekil 56, girişim sermayesi destekli imalat sanayi firmalarını ihracat durumlarına göre incelemektedir. Buna göre portföyde yer alan imalat firmalarının çok önemli bir kısmı aynı zamanda ihracat yapan firmalardır ve bu oran 2010 ve 2011 yıllarında sırasıyla %85 ve %87 olarak gerçekleşmiştir. Diğer bir ifade ile imalat yapan girişim sermayesi destekli firmaların %90'a yakın kısmının ihracat yaptığı söylenebilecektir.



Şekil 57 - Girişim Sermayesi Destekli İmalatçıların İhracat Profili

Yalnızca imalat sanayi firmalarını değil tüm girişim sermayesi destekli firmaları ihracatçı olup olmadıklarına göre inceleme imkanı bulunmaktadır. Girişim sermayesi destekli firmaların kümülatif sayısını ve bu firmalardan ihracat yapanların sayısının birlikte gösterildiği Şekil 57'dan özellikle 2006 yılından itibaren önemli bir artış eğiliminin yaşandığı net bir şekilde görülmektedir.



Şekil 58 - İhracat Yapan ve Yapmayan Girişim Sermayesi Destekli Firma Sayısı

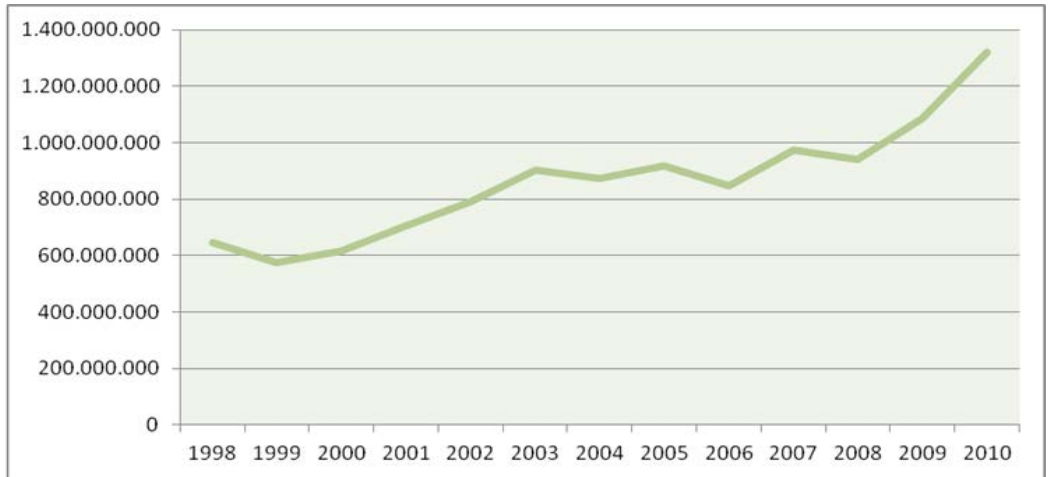
2007 yılında 65 olan girişim sermayeli firma sayısı 2010 yılında %90'ın üzerinde bir artışla 124'e ulaşmıştır. Benzer bir artış eğilimi ihracat yapan firma sayısında da gözlemlenmektedir. Buna göre 2007 yılında 20 girişim sermayesi destekli firma ihracat yaparken 2010 yılında bu sayı %100'den fazla artış göstererek 48'e yükselmiştir. Grafikte dikkati çeken bir diğer nokta, 2000-2002 yılları arasında girişim sermayesine sahip firma sayısında bir artış olmaması ve 2003 - 2005 arasında ise çok küçük artışların yaşanmasıdır.

Tablo 9'de ise yıllar itibariyle ihracat yapan firma sayısı ve firmaların toplam ihracatına yer verilmiştir. 1998 yılında yaklaşık \$600 milyonluk ihracat yapan girişim sermayesi destekli firmalar, 2009 yılında \$1 milyarın üzerine çıkmış ve 2011 yılında \$1.3 milyarlık bir ihracat hacmine ulaşmışlardır. Buna rağmen, ihracat yapan firma sayısındaki artış oranı ile ihracat miktarındaki artış oranını karşılaştırdığımızda, ihracat miktarındaki artışın sınırlı kaldığı anlaşılmaktadır.

YIL	İhracat Miktarı (\$)	Firma Sayısı
1998	646.901.249	4
1999	573.449.517	5
2000	617.164.619	8
2001	706.864.356	11
2002	792.952.129	9
2003	902.277.093	9
2004	873.162.448	11
2005	918.873.425	15
2006	848.438.191	14
2007	972.910.397	20
2008	940.745.886	33
2009	1.084.153.412	43
2010	1.321.562.896	48

Tablo 9 - Girişim Sermayesi Destekli Firmaların İhracat Miktarı

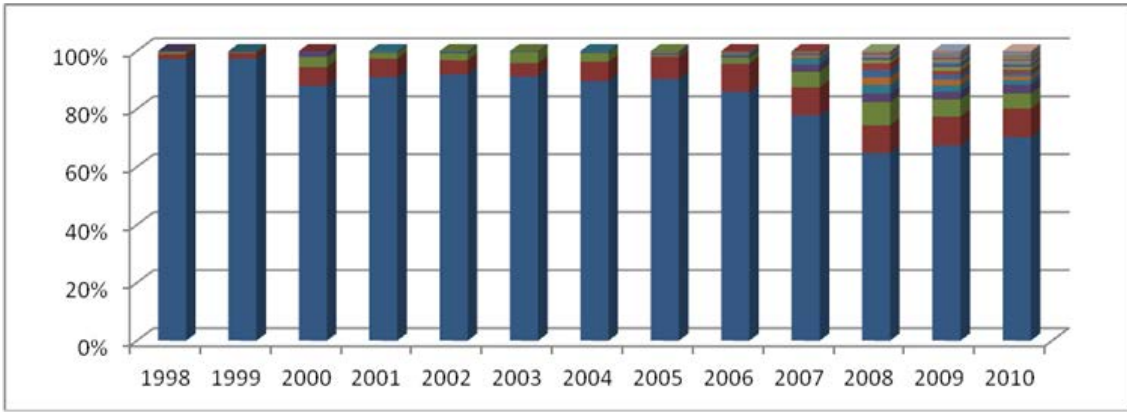
Nitekim girişim sermayesi destekli firmaların toplam ihracatlarının yer verildiği Şekil 58'den, 2003 - 2008 yılları arasında toplam ihracat miktarında yatay bir seyir göze çarpmaktadır. 2008'den itibaren ise ihracat miktarında kayda değer bir artış eğilimi net şekilde görülmektedir.



Şekil 59 - Girişim Sermayesi Destekli Firmaların Toplam İhracatı (1998-2010, ABD Doları)

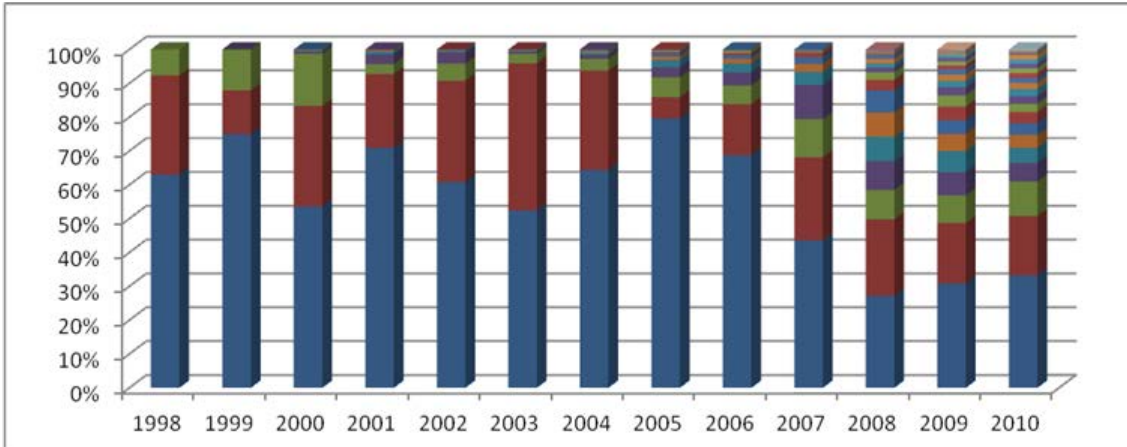
Bu noktada özellikle üzerinde durulması gereken soru, söz konusu ihracatın firmalar bazında nasıl bir seyir izlediğidir. Bu soru özellikle ihracattaki artış eğilimi bazında dengeli bir ihracat dağılımıyla gerçekleşip gerçekleşmediğini sorgulamaktadır. Şekil 59, 1998 - 2010 yılları arasında her bir girişim sermayesi destekli firmanın ihracatının, yıllık bazda toplam ihracat içindeki yüzdesini göstermektedir.

Grafikte dikkati çeken birinci nokta, toplam ihracatın önemli bir kısmının girişim sermayeli bir dış ticaret firması tarafından yapıldığıdır. 1998 yılında toplam ihracatın nerede ise tamamını gerçekleştiren firmanın payı son üç yılda %65'lere gerilemiştir. 2007'den itibaren girişim sermayeli diğer firmaların ihracatında görülen artış ile beraber ihracatta daha dengeli bir dağılıma doğru gidildiği anlaşılmaktadır.



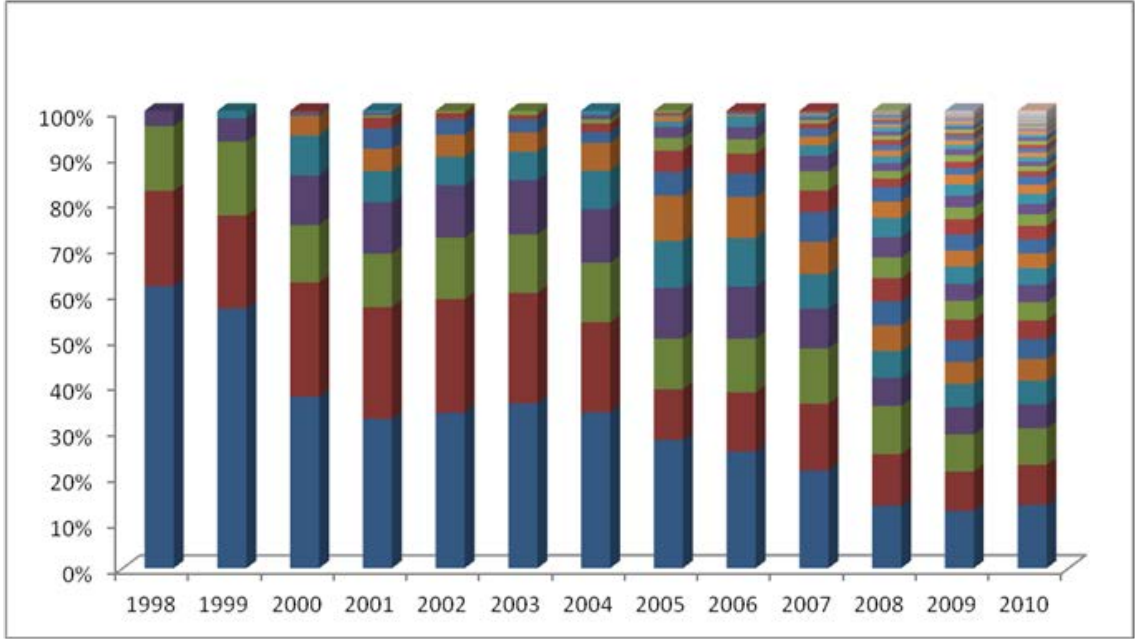
Şekil 60 - İhracatın Firmalar Bazında Yüzde Dağılımı (1998-2010)

Yukarıda bahsedilen dış ticaret firması dışarıda bırakıldığında, diğer girişim sermayeli firmaların ihracatlarının yüzdesel dağılımını gösteren alttaki grafikten, ihracatın firmalar bazında daha dengeli bir dağılıma doğru yöneldiği net bir şekilde görülebilmektedir. Özellikle son üç yıldaki dağılımda firma bazındaki yoğunlaşmanın azaldığı, 20'ye yakın firmanın toplam ihracatın %40'ını yapar hale geldikleri anlaşılmaktadır.



Şekil 61 - İhracatın Firmalar Bazında Yüzde Dağılımı (En Büyük Dış Ticaret Firması Dışarıda Bırakıldığında)

Girişim sermayeli firmaların ihracat değeri yerine her bir firmanın ihracat yaptığı destinasyon sayısı baz alındığında karşımıza daha farklı bir tablo çıkmaktadır. Buna göre toplam ihracatın içinde yüzdesel olarak küçük alanlar kaplayan firmaların, bu ihracatın yapıldığı destinasyon sayısı içindeki yüzdelerin daha yüksek olduğu gözlemlenmektedir. Şekil 60'a göre 2010 yılında toplam ihracatın %65'ini tek bir firma gerçekleştirirken, aynı oran ihracatın konu olduğu destinasyon sayısı esas alındığında (Şekil 61) bu sayı %10'lara gerilemektedir. Bu, ihracat miktarı düşük olan girişim sermayeli firmaların bile yıllar itibarıyla ihracatlarını coğrafi olarak farklılaştırma başarısını gösterdiklerine işaret etmektedir.

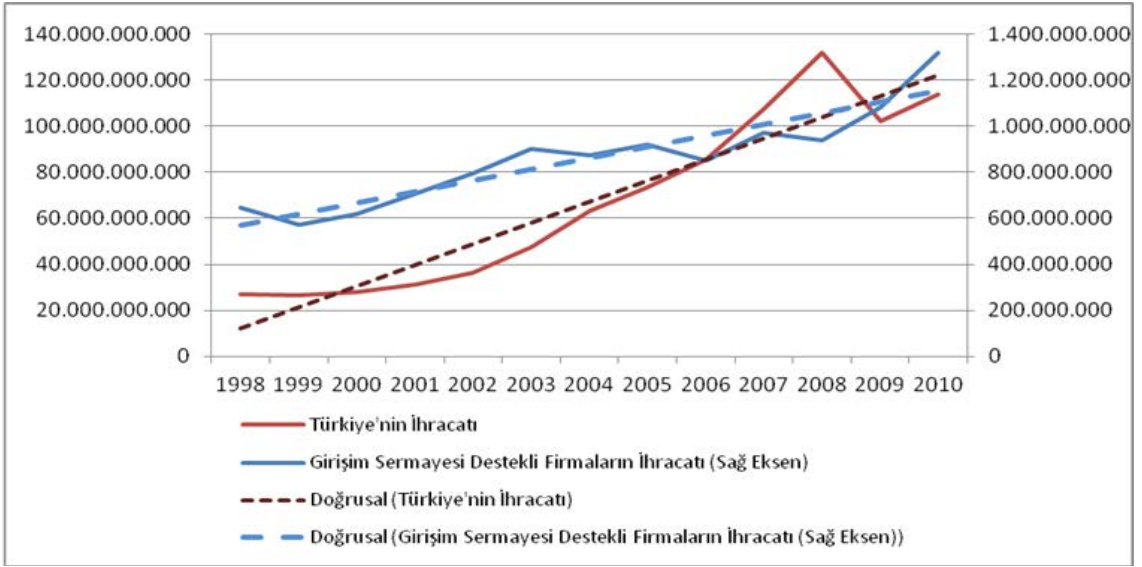


Şekil 62 - İhracat Destinasyonlarının Firma Bazında % Dağılımı (1998-2010)

6.3. Türkiye'de Girişim Sermaye Destekli Firmaların İhracat Performansı

Yukarıda girişim sermayeli firmaların ihracatının 2000'li yılların başından itibaren artış gösterdiği tespitini bir adım ileriye götürmek için söz konusu firmaların ihracatının Türkiye'nin genel ihracat performansı ile karşılaştırılması gerekmektedir.

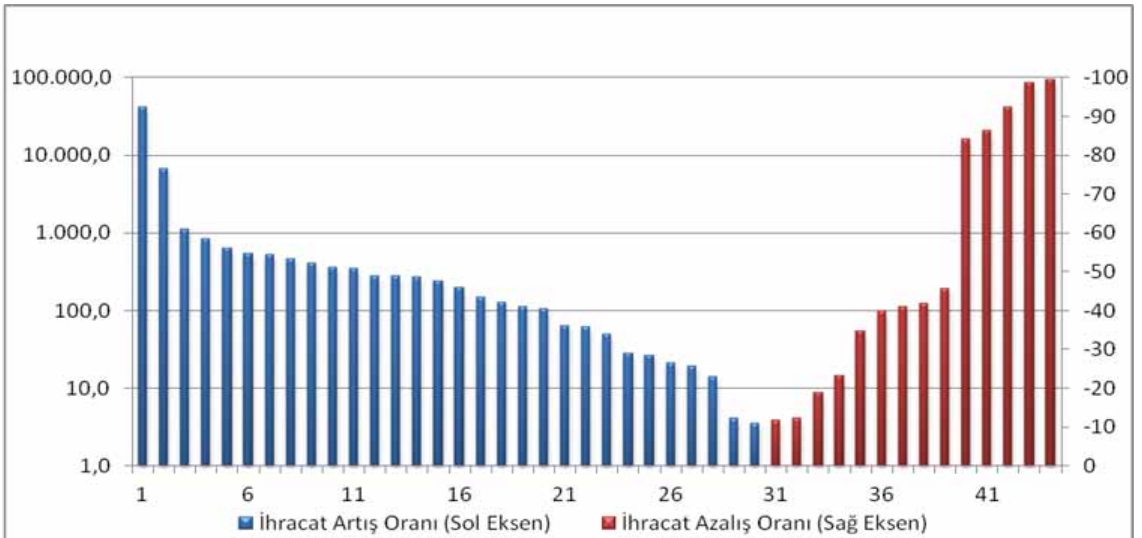
1998 - 2010 yılları arasında Türkiye'nin toplam ihracatı ve girişim sermayeli firmaların ihracatının birlikte gösterildiği Şekil 62'de sol eksen Türkiye'nin ihracatını, sağ eksen ise girişim sermayeli firmaların ihracatını göstermektedir. Grafikteki kesikli çizgiler ise her iki ihracatın artış performansını ortaya koymaktadır. Buna göre hem Türkiye'nin ihracatı hem de girişim sermayeli firmaların ihracatı artış gösterirken Türkiye'nin ihracatının artış hızının, girişim sermayesi destekli firmalara kıyasla daha yüksek olduğu anlaşılmaktadır.



Şekil 63 - Girişim Sermayesi Destekli Firmaların İhracatı ve Toplam İhracat

Analiz edilmesi gereken bir diğer nokta, girişim sermayesinin firmanın ihracatına etkisidir. Bunun için girişim sermayesi öncesi ve sonrasında firmaların ihracat performanslarının karşılaştırılması gerekmektedir. Bu kapsamda yapılan analizde, ihracat yapan girişim sermayeli firmalar değil yalnızca üretimden ihracat yapan firmalar kapsama alınmıştır. Bu şekilde ticaret firmaları ve nadiren ihracat yapan hizmet firmaları kapsam dışında tutulmuştur.

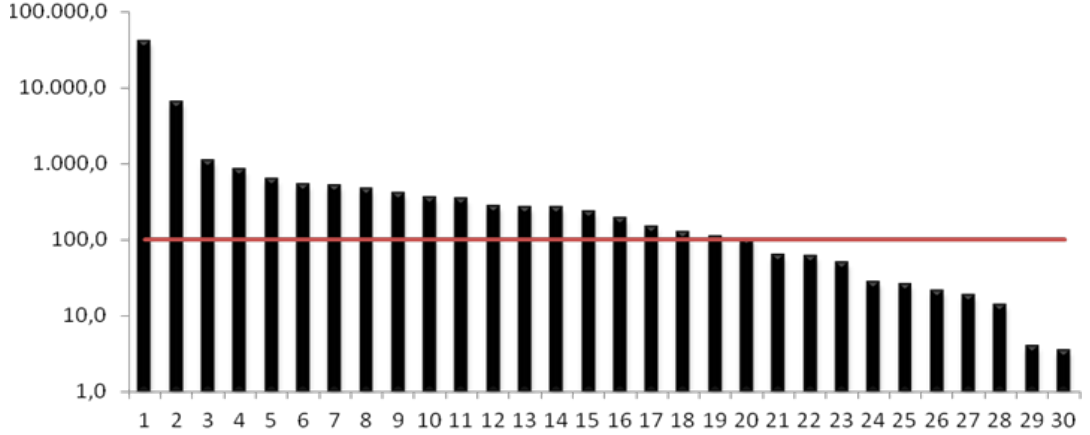
Şekil 63'de girişim sermayesi öncesinde ve sonrasında firmaların ihracatları karşılaştırılmış ve ihracatlarındaki değişim her bir firma için belirlenmiştir. Buna göre; firmaların yaklaşık %70'inin girişim sermayesi sonrasında ihracatları artış göstermiştir. Grafikte kırmızı renkle belirtilen analiz edilen firmaların %30'unda ise, girişim sermayesi sonrasında ihracat azalması gerçekleşmiştir.



Şekil 64 - Girişim Sermayesi Sonrasında Firmaların İhracatlarındaki Değişim (%)

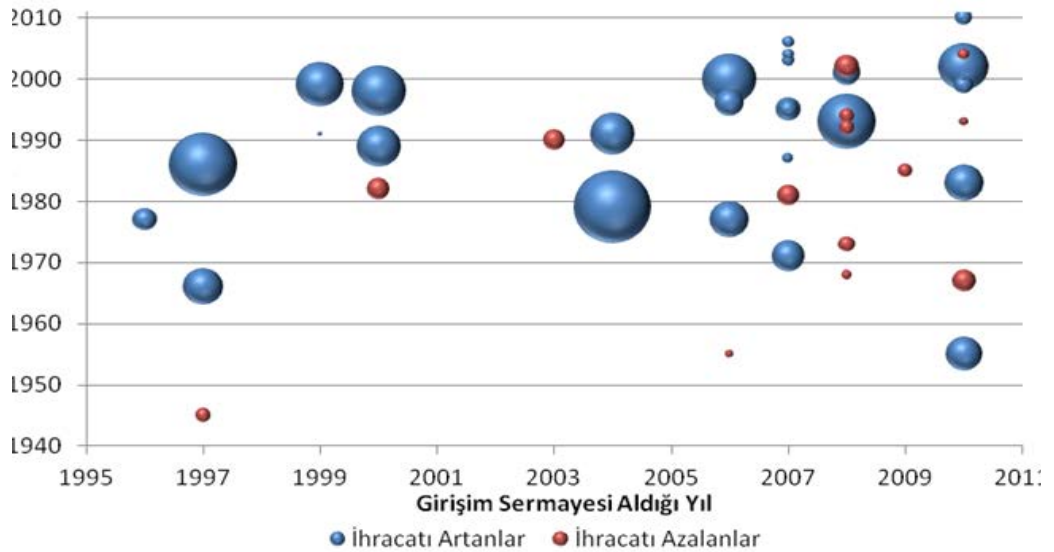
Yukarıdaki grafikte dikkati çeken bir diğer nokta, artış ve azalış oranları arasındaki dengesizliktir. Mavi renkle belirtilen ve girişim sermayesi sonrasında ihracatları artış gösteren firmaların artış oranları (sol eksen), girişim sermayesi sonrası ihracatı azalan firmaların azalış oranları ile (sağ eksen) karşılaştırıldığında önemli oranda yüksek görünmektedir.

Nitekim Şekil 64'de yalnızca girişim sermayesi sonrasında ihracatları artış gösteren firmaların artış oranlarına yer verilmiştir. Görüleceği üzere, ihracatlarında artış yaşanan firmaların önemli bir kısmında ihracatın artış oranı %100'ün üzerindedir.



Şekil 65 - Girişim Sermayesi Sonrası İhracat Artış Oranı (%)

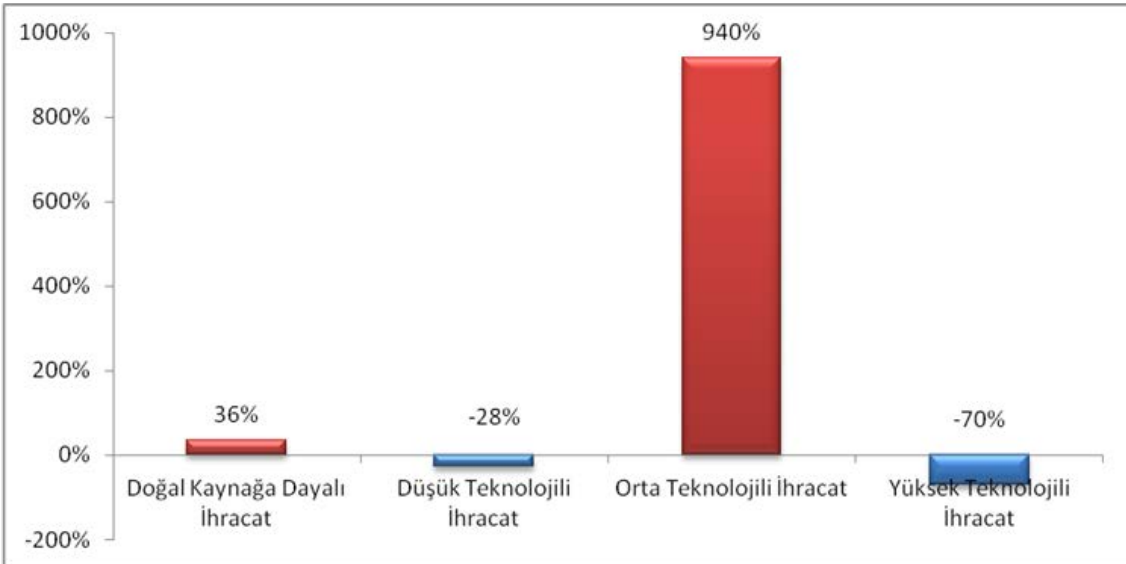
Şekil 65'de ise ihracatı artan ve azalan firmalar, firmanın kuruluş yılı ve girişim sermayesi aldığı yıla göre gösterilmiştir. Grafikte mavi küreler ihracatı artan, kırmızı küreler ihracatı azalan firmaları göstermekte, kürelerin büyüklüğü ise girişim sermayesi sonrasında firmanın ihracatındaki değişim oranına göre farklılaşmaktadır.



Şekil 66 - Kuruluş ve Girişim Sermayesi Aldıkları Yıllara Göre Şirketlerin İhracatları

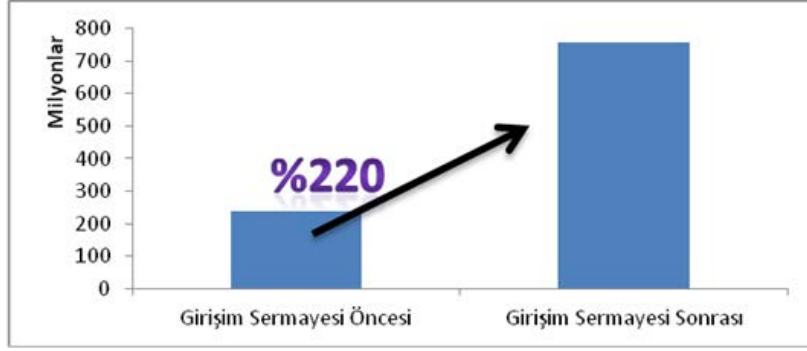
Grafikte dikkati çeken husus, 2008 ve sonrasında girişim sermayesi alan firmaların ihracatının azalmış olmasıdır. Bunun en önemli nedeni ise, 2009 yılından itibaren Türkiye'nin ihracatında yaşanan daralmadır. Bu sebepten dolayı, özellikle 2008 yılında girişim sermayesi alan firmaların ihracatındaki azalma, yalnızca girişim sermayeli firmalara özel bir durum olmayıp, ülke genelinde yaşanan ihracat daralmasının bir sonucudur.

Girişim sermayesi sonrasında firmaların ihracatlarındaki değişim, ihracatın teknolojik yapısı açısından da değerlendirilmiştir. Şekil 66'den de görülebileceği üzere, doğal kaynağa dayalı yıllık ortalama ihracat, girişim sermayesi sonrasında %36 artış gösterirken, düşük ve yüksek teknolojili yıllık ortalama ihracat miktarında gerileme yaşanmıştır. Girişim sermayesi sonrasında yıllık ortalama ihracat miktarı en çok artış gösteren orta teknoloji ihracatında artış miktarı 9 kattır. Bu da özellikle girişim sermayeli firmaların toplam ihracatının %23'ünü oluşturan orta teknoloji ihracatında, girişim sermayesi sonrasında önemli bir artış yaşandığını bize göstermektedir.



Şekil 67 - Girişim Sermayesi Sonrasında İhracat Artış Oranları

Aynı analiz çerçevesinde, son olarak, firmaların girişim sermayesi öncesi ve sonrasındaki ihracatlarındaki artış oranları ile her bir firmanın faaliyet gösterdiği sektörlerdeki aynı dönemlerde gerçekleşen genel ihracat artış oranları karşılaştırılmıştır. Bunun için her bir firmanın girişim sermayesi öncesi ve sonrasındaki periyotta ihracat yaptığı sektörler tespit edilmiş, bu periyotların her ikisinde birden yer alan sektörler analize dahil edilmiştir. Örneğin girişim sermayesi desteği öncesinde bir firma x, y ve z sektörlerinde ihracat yaparken, girişim sermayesi sonrası dönemde y, z ve p sektörlerinde ihracat yapmışsa, bu durumda analize yalnızca her iki dönemde de ortak olan y ve z sektörleri dahil edilmiştir. Buna göre Şekil 67'ten de görüleceği üzere, analiz edilen girişim sermayesi destekli firmaların toplam ihracatları, girişim sermayesi sonrasında, öncesine göre %220 artış göstermiştir.



Şekil 68 - Girişim Sermayesi Destekli Firmaların Toplam Yıllık Ortalama İhracatları (ABD Doları)

Firmaların, girişim sermayesi sonrasında ihracatlarında gözlemlenen ortalama %220'lik artışa karşılık, söz konusu firmaların ihracat yaptıkları sektörlerdeki ihracat artışı, aynı dönemler için yalnızca %15'lik bir artış göstermiştir. Bu da girişim sermayeli firmaların, girişim sermayesi sonrasında, kendisi ile aynı sektörlerde ihracat yapan firmalara kıyasla ihracatlarını açık ara artırdıklarına işaret etmektedir.

7. DEĞERLENDİRME

Bu çalışma, etkin bir girişim sermayesi modeliyle elde edilebilecek kazanımları, Türkiye ekonomisinin ihtiyaç ve hedefleri odağında tartışmaktadır. Etkin bir kamu rolünün doğru kurgulandığı modellerin uygulanması ile desteklenecek girişim sermayesi fonlarının; verimlilik, rekabetçilik, katma değer artışı ve ihracat performansı açısından bir politika uygulama aracı olabileceği raporun ana tezidir.

Ortaya konan sonuçlar, uluslararası pazarlarda rekabet etme potansiyeli olan küçük ve orta ölçekli şirketler için girişim sermayesi desteğinin sağladığı finansmana erişimin yanı sıra, etkili yönetim anlayışını yaygınlaştırması açısından da olumlu etki yarattığını göstermektedir. Büyümeyi doğru yönlendirmek amacıyla firmanın yönetiminde söz sahibi olan girişim sermayesi fonları, ölçeklendirilebilir girişimler yaratmak üzere yeni ve etkili yönetim stratejileri ile firmanın küresel hedeflere yönelimini teşvik edecektir. Ayrıca, firmanın girişim sermayesi yatırımı alması, pazar ve müşteriler nezdinde önemli bir doğrulama ve görünürlük sağlayacaktır.

Girişim sermayesi gelişmiş bir ekosistem içerisinde faaliyet gösteren gelişmiş bir finansman faaliyeti. Bu nedenle, özellikle ekosistem anlamında pazar tökezlemelerinin bulunduğu şartlarda, girişim sermayesinin amaçlanan politika hedeflerini sağlaması için kamunun rolünün iyi belirlenmesi en önemli önkoşullardan biridir. Bilgi eksikliği, pozitif dışsallık gibi oluşan piyasa aksaklıkları kamunun müdahalesini gerektirmektedir. Kamu fonlarının varlığı özel sektörün mevcut fon arzını desteklediği kadar, yaratacağı olumlu yatırım performansı algısı ile yeni özel yatırımcıların da pazara çekilmesi için ihtiyaç duyulan referansların oluşmasında da destek olacaktır.

Girişim sermayesi fonlarında kamunun rolü ile ilgili yapılan çalışmalar, orta düzeyde kamu katılımının girişim sermayesi fonlarının performansını arttırdığını; buna karşılık yüksek düzeyde kamusal desteğin ise performansı düşürdüğünü göstermektedir. Bu açıdan kamu tarafından sağlanan finansal desteğin, girişim sermayesi fonlarının operasyonel kararları üzerinde etkisinin arttığı noktada, girişim sermayesi finansman modelinin özgün tercih niteliklerini yitirdiği söylenebilir. Buna karşılık, ticari en iyi uygulamalarla disipline edilmiş bir kamu katılımının ise hedeflenen performans iyileşmesini destekleyeceği görülecektir.

Türkiye'de henüz erken gelişme aşamasında büyüme sancıları çeken girişim sermayesi sektörünün, kendisinden beklenen atılımı yapabilmesi için kamunun tetikleyici bir rol üstlenmesi önemli bir öncelik teşkil etmektedir. Kamunun ekosisteme bütünsel bir bakışla sağlayacağı farklı destekler ile katma değerli ekonomik büyüme için lokomotif olabilecek sektörlerle yönelik ciddi bir kamu ve özel sektör hedef paralelliğinin sağlanması mümkün görülmektedir.

Farklı ülke uygulamaları incelendiğinde girişim sermayesi fonlarının desteklediği şirketlerin genellikle teknoloji ve küresel pazarlar konusunda güçlü vizyona sahip firmalar oldukları, söz konusu firmaların girişim sermayesi yatırımı ile beraber iddialı uluslararasılaşma performansı gösterdikleri görülmektedir. Küresel Türk markalarının yaratılmasında ihtiyaç duyulan hızlı büyümenin desteklenmesinde girişim sermayesinin etkin bir araç olabileceği de bu anlamda söylenebilir.

Bu anlamda, Türkiye'de girişim sermayesinin, özellikle ihracat sektörlerinde yaratabileceği olumlu katkılar incelendiğinde, fonların portföylerinde yer alan imalat firmalarının çok önemli bir kısmının

ihracat yapan firmalar olduğu, bu firmaların 2008'den itibaren ihracat performansında kayda değer bir artış eğilimi olduğu net şekilde görülmektedir. Girişim sermayesi yatırımı almış firmaların ihracat faaliyetlerini coğrafi olarak farklılaştırma başarısı gösterdikleri de elde edilen sonuçlar arasındadır.

Girişim sermayesi yatırımı alan firmaların ihracat performansları Türkiye geneli ile karşılaştırıldığında firmaların yaklaşık %70'inin girişim sermayesi yatırımı sonrasında ihracatlarını arttırdığı görülmektedir. İhracat performansı teknoloji boyutuyla ele alındığında ise girişim sermayesi yatırımı sonrasında en çok orta teknoloji sınıflamasındaki ihracatın artış gösterdiği (yaklaşık 9 kat) görülmektedir. Bu tespit, girişim sermayesi yatırımı alan firmaların toplam ihracatının %23'ünü oluşturan orta teknoloji ürünler ihracatında, girişim sermayesi yatırımı sonrasında önemli bir artış yaşandığını göstermektedir.

Son olarak; girişim sermayesi yatırımı alan firmaların ihracat performansında gözlenen ortalama %220'lük artışa karşılık, aynı sektördeki aynı dönemler için ihracat artışı yalnızca %15 olmuştur. Bu da girişim sermayeli yatırımı alan firmaların, yatırım sonrasında, kendileri ile aynı sektörlerde ihracat yapan firmalara oranla ihracatlarını önemli ölçüde arttırdıklarını göstermektedir.

Sonuç olarak, akademik literatürde belirtilen ampirik bulgular, başarılı ülke örnekleri ve Türkiye için elde edilen sonuçlar, girişim sermayesi yatırımlarının firmalar kanalıyla verimlilik, rekabetçilik, katma değer artışı ve ihracat performansı açısından ekonomiye olumlu etki yaptıklarını net bir şekilde ortaya koymaktadır. Türkiye'de kamunun, doğru mekanizmalarla dahil olarak gelişimini destekleyeceği bir girişim sermayesi pazarının, uluslararası rekabetçilik ve özgün katma değer üretmek konusundaki hedefleri destekleyerek, sürdürülebilir büyümeyi sağlamak konusunda bir politika uygulama aracı olarak önemli bir potansiyeli bulunmaktadır.

8. KISALTMALAR

CDC	Caisse des Dépôts et Consignations
FCPI	Fonds Commun de Placement dans l'Innovation (Innovation capital mutual fund)
FCPR	Fonds Commun de Placement à Risques (VC mutual fund)
FIP	Fonds d'Investissement de Proximité (Local investment fund)
FNA	Fonds national d'amorçage (National Seed Capital Fund)
FSI	Fonds Stratégique d'Investissement (Strategic Investment Fund)
GP	General Partner
LP	Limited Partner
SCR	Société de Capital Risque (VC company)
SIBA	Société d'Investissement de Business Angels

**TTGV - Merkez**

Cyberpark Cyberplaza
B-Blok Kat:5-6
Bilkent 06800 ANKARA

Tel: (312) 265 02 72
Faks: (312) 265 02 62

TTGV İstanbul Ofisi

İTÜ Ayazağa Yerleşkesi
Arı Teknokent Arı II Binası
Koruyolu A Blok Kat:7
Maslak-Sarıyer İSTANBUL

Tel: (212) 276 75 60
Faks: (212) 276 75 80

info@ttgv.org.tr
www.ttgV.org.tr

TTGV Yayınları İçin:

