D.E.Ü. İ.İ.B.F. Dergisi
Cilt: 7, Sayı: 1, 1992, ss.206-223

BİR FİNANSMAN TÜRÜ OLARAK RİSK SERMAYESİ (VENTURE CAPİTAL) VE UYGULAMA ÖRNEKLERİ

İbrahim Cem ÖZKÖK (*)

ÖZET

Klasik finansman tekniklerinin ve uygulamalarının gelişen dünyanın büyümeye çalışan küçük ve orta ölçekli firmalarına yeterli desteği verememesinin bir sonucu olarak 1950'lerde ABD'de doğan ve 1980'li yıllarda da Avrupa ülkelerinde ilgi görmeye ve gelişmeye başlayan Risk Sermayesi Sistemi aslında bir ortaklık sistemidir. Uygulanabilir hale geldiğinde büyük kârlar oluşturacağı düşünülen proje ve fikirleri olan genç müteşebbisler ile bunları finansman yönünden destekleyen Risk Sermayedarlarının meydana getirdiği bu sistem dünyanın özellikle gelişmiş ülkelerinde uygulanmaktadır. Bu çalışmada Risk Sermayesinin doğuşu, gelişimi, yapısı ve ülke uygulamaları verilmeye çalışılmış, ülkemiz açısından bu yeni finansman tekniğinin mali sistemimize dahil edilmesinin önemi üzerinde durulmuştur.

FİNANSMAN TÜRÜ OLARAK RİSK SERMAYESİ (VENTURE CAPİTAL) VE UYGULAMA ÖRNEKLERİ

Giriş

İleri teknolojilerin kaynağı olarak büyük ölçekli firmalar görülse bile, bu teknolojininn sonuçlarının tüm ekonomide ve üretim süreçlerine uygulanması küçük ölçekli firmaların, bağımsız bireysel mucitlerin yenilikçi girişimlerinde hayat bulmaktadır. Ancak, finans ve üretim süreçlerine genelde büyük firmalar egemen olduğu için küçük ölçekli firmalar ve girişimciler ilk sermayelerini kolaylıkla temin edememektedirler. Ülke ekonomisinin finans kaynağını oluşturan bankalar ve diğer mali kurumlar da bu girişimcilere yeterli finansmanı ve zamanı ayıramadıkları için, çıkış noktası olarak Küçük Girişimci Sermayesi gündeme gelmektedir.

Yeni alanlara ve yeni teknolojilere yatırım yapan küçük ölçekli firmalara, kuruluş veya sonraki aşamalarda sermaye sağlayan Risk Sermayesi yatırımcıları, mali aracılar olabileceği gibi genç girişimcileri ve yenilikleri heyecanla destekleyen

(*) Arş.Gör.İ.İ.B.F. İktisat Bölümü

nakit zengini birey, aile veya firmalar da olabilmektedir. Bu yatırımcılar, çeşitli şekillerde topladıkları fonları, titizlikle seçtikleri genç girişimcilere ve projelerine aktararak bunlara aktif bir şekilde yönetim ve organizasyon desteği de sağlarlar.

1950'lerde ABD'de doğan bu sektör, 1970'lerde dikkate değer gelişmeler göstermiştir. Bu gelişme Avrupa ve Japonya'yı da geç de olsa etkilemiş ve buralarda da Risk Sermayesi sistemine yönelik çalışmalar, Kamu ve Özel kesim tarafından yapılmaya başlanmıştır.

Bu çalışmada, Risk Sermayesinin gelişimini, bazı ülkelerdeki uygulamalarını kısaca incelemeye ve ülkemizdeki gelişmesine değinmeye çalışacağız.

1. RİSK SERMAYESİ NEDİR ?

1.1. Kavramın Kökeni ve Anlamı

Gelişen ve dünya ile entegre olma çabasında olan ekonomilerde faaliyette bulunan firmaların ortaya çıkan finansman ihtiyaçlarını çözmek amacıyla kullanılan yöntemlerden birisi de Risk Sermayesidir. Batı Dünyasında "Venture Capital" olarak adlandırılan bu kavram, dilimize Risk Sermayesi olarak çevrilebildiği gibi, Küçük Girişimci Sermayesi, Cesaret Sermayesi veya Atılım Sermayesi olarak da çevrilebilmektedir. İngilizce sözlüklerin çoğu "Venture" terimini şu şekilde tanımlamaktadır; Şans, risk veya tehlike taşıyan bir eylem, özellikle spekülatif bir iş girişimi... Aynı kaynaklar ""Venture Capital" terimini de; özellikle yeni veya spekülatif girişimlerin sermayelerine yatırılan veya bu yatırımların finansmanında kullanılabilen para şeklinde tanımlamaktadırlar (TÜRKCAN, 1986, s.12).

Geniş kapsamlı bir tanımlama ise, "Bir Risk Sermayedarı tarafından büyümeye yönelmiş küçük ya da orta ölçekli bir işletmenin hedeflerine ulaşabilmesini sağlamak için ve bu işletmede küçük bir paya veya bunu elde etmek için feshedilemez haklara sahip olarak yapılan bir öz kaynak ya da özkaynak benzeri yatırım" şeklinde yapılabilmektedir (COUPARELLI, 1977, s.17).

Bu son tanımdaki bazı noktalar Risk Sermayesini, diğer riskli yatırımlardan kısmen ayırmaktadır. Bu noktaların başında "İşletmede küçük bir paya sahip olmak" kavramı gelmekte, bu ise Risk Sermayedarının amacının yatırım yapılan firmanın kontrolünü ele geçirmek olmadığını göstermektedir.

"Özkaynak benzeri" ve "İşletmede küçük bir paya sahip olmak için feshedilemez haklara sahip olmak" kavramları da, bir Risk Sermayesi yatırımının mutlaka özkaynağa karşılık olarak yapılma zorunluluğunun bulunmadığını göstermektedir. Risk Sermayesi yatırımı, her an paraya çevrilebilir borç ya da uzun dönemli borçlanma ile de yapılabilir. Bu durumda borç fonları, ileride belli bir fiyattan hisse senetlerini satın alma hakkını veren Opsiyon Senetlerine bağlanmaktadır.

"Büyümeye yönelmiş küçük ve orta ölçekli bir firmanın hedeflerine ulaşlabilmesini sağlamak için" deyimi de Risk Sermayesinin, tedavüldeki hisse senetlerini elinde bulunduran bir ortaktan satın alınma ile oluşamayacağını belirtir. Risk Sermayesi, mutlak surette küçük ve orta ölçekli firmaların hızla büyümesine imkân verecek, yeni ve uzun vadeli bir finansal kaynak olmalıdır.

Risk Sermayesinin "bir Risk Sermayedarı tarafından yapılan yatırım" olarak belirlenmesi de sermayedarın, bireysel yatırımcı olabileceği gibi, hükümetler veya bunların oluşturduğu kurumlar ve hatta diğer finansal kurumların da olabileceğini göstermektedir (ALTINTAŞ, 1986, s.33). Risk Sermayesi Kurumları, orta ve uzun vadede hem küçük ve orta ölçekli firmaları geliştirmeye hem de sermaye piyasasına yeni araç sağlamaya yönelik kurumlardır. Geleneksel bankacılık kesimince bina, makina v.b. alımı için kredi kullandırma yerine, gelecekte potansiyel kar sağlayacak fikirlerin ve projelerin finansmanı amaçlanmaktadır. Bu tür finansman yönteminin önemli bir noktası da genellikle en son teknolojik yeniliklere yönelmesi ve finanse etmesidir.

1.2. Risk Sermayesinin Doğuşu ve Gelişimi

Risk Sermayesi ile finanslama yöntemi, diğer finans yöntemlerinin aksine Batı dünyasında çok eski bir geçmişe sahip değildir. Bu tür finans tekniğine II. Dünya Savaşı'nın bittiği dönemde rastlanmaktadır. Bu yöntem savaş sonrası durgunluktan fazlaca etkilenmeyen ve yeni endüstri alanlarına girme arzusunda olan varlıklı bazı aileler tarafından kullanılmıştır. İlk Risk Sermayesi yatırımları 1946'da başlamış, ABD'nin İngiltere eski büyükelçilerinden John H. Whitnney bu yolda öncü olmuştur. 1946'nın sonlarına doğruda Rockfeller ailesi bu tip yatırımlara girişmiştir (BÜYÜKAYDIN, 1988, s.6).

1935-1940 yılları arasında ABD Ticaret Bakanlığı tarafından gerçekleştirilen , küçük ve orta ölçekli firmalar ile girişimcilerini kapsayan bir araştırma sonucunda, bu kesimin önemli finansman sorunları ile karşı karşıya

olduğu tesbit edilmiştir. Daha sonra ortaya atılan öneriler doğrultusunda bu tür işletmelerin sorunlarına yönelik araştırmalar yapacak ve özellikle finansman sorunlarına yardımcı bir kurum oluşturulmasına karar verilmiştir. 1946-1960 yılları arasında ABD'nin tek kamu Venture Capital firması olarak faalilyette bulunan Amerikan Araştırma ve Kalkınma Kurumu kurulmuştur. 1953 yılında ise bir yasa tasarısı ile Küçük İşletme İdaresi (Small Business Administration-SBA) kurulmuştur. SBA'nın ticari bankalar ve diğer finans kurumları ile işbirliği yaparak küçük işletmelere uzun dönemli finansman sağlaması planlanmıştır. 1958 yılında çıkarılan bir yasa ile, SBA tarafından lisans verilmesi yoluyla bu tür işletmeleri finanse edecek olan Küçük İşletme Yatırım Şirketleri'nin (Small Business Investments Companies - SBIC) kurulması ve bu kuruluşlara mali destek sağlanması düşünülmüştür.

SBIC'ların misyonu; küçük firmaların büyüme, genişleme ve modernizasyonu için gerekli olan fonları Özel Sektör tarafından özsermaye şeklinde sağlanmasıdır. İlerleyen yıllarda uygulamada görülen yetersizlikler ve aksaklıklar yasal düzenlemelerle giderilmeye çalışılarak, ticari bankaların, büyük firmaların, sigorta şirketlerinin ve yatırım bankalarının bu sektöre çekilmesi sağlandı. Bu düzenlemeler ABD ekonomisinin gelişmesine önemli katkılarda bulunmuştur. Özellikle en son yüksek teknoloji isteyen yatırımların finansmanına yönelen Risk Sermayesi Şirketleri ABD'nin rekabet gücünü önemli ölçüde yükseltirken, istihdamın genişlemesine de azımsanmayacak katkılarda bulunmuşlardır.

Avrupa'da ise, 1970'li yılların sonuna kadar Risk Sermayesi sözcüğü yabancı bir kavramdı. Bu kavram; Avrupa'lı Finans Kurumları için yüksek riskli ve güvenilir olmayan bir yöntemi, girişimciler için de firmalarına yönelik bir tehdit olarak düşünülüyordu. Ancak 1970'li yılların sonunda artan işsizlik, ABD ve Japonya ile rekabetin olumsuz etkileri, bu rakiplere karşı koyabilecek en son yüksek teknolojiye yönelik yeni yatırımları ve bu yatırımları gerçekleştirebilecek girişimci kitlesine olan ihtiyacı ortaya çıkardı. İşte bu gelişmeler sonucu 1980'li yılların başında Risk Sermayesinin önemi Avrupa'da da anlaşıldı. Böylece birçok AT ülkesinin Risk Sermayesi Şirketleri ile ilgili destekleyici önlemler alması sonucu Venture Capital bu kıtada da gelişmeye başladı (TYE-BJEE, 1984, s.27).

1983 yılında Brüksel'de Avrupa Risk Sermayesi Birliği kuruldu ve bu birlik Avrupa'da Risk Sermayesinin geliştirilmesi ve koordinasyonunun sağlanmasına yönelik faaliyetleri yürütmeye başladı.

2. RİSK SERMAYESİNİN TARAFLARI

2.1. Risk Sermayesinin Kaynakları

Risk Sermayesi genel olarak, yeni ve kârlı yatırım alanları arayan, yenilikleri destekleme özelliğine sahip olan nakit zengini birey ve kurumların sermayelerinden oluşur (BÜYÜKAYDIN, s.16). Küçük firmaların ve girişimcilerin finansman sağlayabileceği kaynaklar şöyle belirlenebilir;

- Özel Risk Sermayesi Firmaları,
- Yatırım Bankaları,
- Sigorta Şirketleri,
- Yatırım Grupları,
- Vakıflar,
- Yatırım Fonları,
-Üniversiteler,
- Özel Sermaye Kaynakları,
- Nakit Zengini Firmalar.

Yukarıda sayılan bu kaynaklar; büyüklük, faaliyet, amaç, ilgi ve felsefeleri açısından farklılıklar göstermekte, fakat aşağıdaki ortak noktaları dikkate alarak hareket etmektedirler.

- Yatırımlarında kazanç olasılığı kaybetme olasılığından çok daha yüksek olmalıdır.

Birçoğu, yatırım portföylerini her dört yılda ikiye katlamak isterler.

- Çok yakından izledikleri ve ilgi alanlarına giren endüstrilere yatırım yapmak isterler.
- Riski dağıtmak için ortak girişimleri (Joint Venture) tercih etme eğilimindedirler.
- Yönetim kadroları, radikal prensipleri ve kesin moral ölçüleri olan profösyonellerden oluşturulur.
- Birçoğu, başlangıç aşamasındaki yatırımlara gerekli olan danışmanlık ve organizasyon gibi yan hizmetleri de verirler.

Bu ilkeler doğrultusunda, destekleyecekleri projeleri ve girişimcileri titizlikle belirlemeye çalışan Risk Sermayesi Şirketleri, katlandıkları fedakârlığın gelecekteki nimetlerinden yararlanmak için rasyonel davranmaya ve hayatiyetlerini devam ettirmeye çaba gösterirler.

2.2. Risk Sermayesinin Kullanıcıları

Risk Sermayesini; ellerinde yeni bir ürün ya da hizmet türü olup bunun piyasada iş yapacağına inanan fakat bunu realize etmek için yeterli finansmana ve iş yapma tecrübesine sahip olmayan birey veya küçük ölçekli firmalar kullanmaya hazırdır.

Ayrıca, gerek ABD'de gerekse Avrupa'da sermaye piyasaları gelişmiş olmakla birlikte, küçük ve orta ölçekli firmalar, bu piyasanın uzun vadeli finans imkânlarından yeterince yararlanamamaktadırlar. Bu nedenle gelecekteki büyümelerini özkaynaklarına ve banka kredilerine dayandırmak zorundadırlar. Ancak bu firmaların ve bireylerin gerek güvenilirlik dereceleri, gerekse banka maliyetlerinin yüksekliği ve kredibilite koşullarının ağırlığı, bunların bankacılık sisteminden sağlayabilecekleri fonları sınırlandırmaktadır. Özkaynaklarla finansmanında yetersiz kalması durumunda Risk Sermayesi fiansmanına olan ihtiyaç daha da artmaktadır. İrdelemeye çalıştığımız bu özelliklere sahip firmalar da Risk Sermayesinin potansiyel kullanıcısı durumundadırlar.

3. RİSK SERMAYESİNİN ÖZELLİKLERİ VE FİNASLAMA AŞAMALARI

3.1. Risk Sermayesinin Özellikleri

Risk Sermayesi aslında bir ortaklık türüdür. Ortaklardan biri, bilimdeki gelişmeleri izleyen ve bu gelişmelerden para kazanılabilecek malları üretebileceğine inanan girişimcidir. Diğeri de, girişimcinin fikirlerini ciddiye alıp onu finanse eden Risk Sermayedarıdır. Risk Sermayedarı; 1960'lardaki Laurance S. Rockfeller veya John Whitney'in yaptığı şekilde girişimci yaratmak isteyen idealist kapitalistler olabileceği gibi, ellerinde atıl fonları bulunanlardan bu fonları katılma belgesi karşılığında alıp, geleceği parlak olan fikir ve işlere tahsis eden Risk Sermayesi Şirketleri de olabilir. Risk Sermayesi Şirketleri büyük bir güce sahiptir. Bu güç hangi girişimcinin veya hangi projenin finanse edileceğine karar verme yetkisidir (Çiller & ÇİZAKÇA, 1988, s.122).

Risk Sermayesi Şirketlerinin belli başlı finansman yöntemi, desteklenecek girişimcinin kuracağı firmanın hisse senetlerini satın almaktır. Böylece Risk Sermayesi Şirketi aslında oldukça zorlu ve önemli bir sürece girmektedir. Çünkü oldukça riskli olan bu yatırımı bir başkasına devretmesi pek kolay değildir. Risk Sermayesi Şirketinin tek alternatifi, finanse ettiği girişimcinin başarıya ulaşması

ve böylelikle satın almış olduğu hisse senetlerinin değerlenmesi yoluyla bunları elden çıkarak kâra geçmesidir.

Risk Sermayesi Şirketinin yaptığı iş, bir firmanın doğumunu finanse etmek, bu firmanın hisse senetlerine çok ucuza sahip olmak, daha sonra bu firmanın gelişip büyümesini sağlayarak ucuza kapattığı hisse senetlerini değerlendikçe, plânlı bir şekilde borsada satmaktır. Bir Risk Sermayesi Şirketinin yapısı şu şekilde izah edilebilir.

İlk aşamada Risk Sermayesi Şirketi katılma belgesi karşılığı fon fazlası bulunanlardan bu fonları toplar. İkinci aşamada, Risk Sermayesi Şirketinin belirlediği girişimciler bu fonlarla finanse edilerek firmaların hisse senetleri ucuza kapatılır. Üçüncü aşamada desteklenen firmaların hisse senetleri değerlendikçe menkul kıymetler borsasında satılarak nakde çevrilir ve bu para bir kâr havuzunda toplanır. Dördüncü aşamada ise kâr havuzundaki toplam meblağın %20'si doğrudan Risk Sermayesi Şirketine kalır ve kalan %80'i ortaklara payları oranında dağıtılır. Böylece Risk Sermayesi Şirketi faaliyetini sürdürür. Bu ilişki Risk Sermayesi Şirketi olmadan da bireysel sermayedarlar tarafından da aynı şekilde işler, yalnızca elde edilen kârın tamamı sermayedarın olmaktadır.

Risk Sermayesi Şirketinin ve Risk Sermayedarının getiri beklentisi girişimin taşıdığı riskle doğru orantılıdır. Bazı Risk Sermayedarları yüksek risk taşıyan bir yatırım için, beş yıllık bir perspektif içinde on kat getiri beklerler. Orta düzeyde riskli bir yatırım için aynı sürede genellikle dört kat, düşük risk düzeyinde ise iki kat geliri tatminkar bulunabilir (BÜYÜKAYDIN, 1988, s.31). Risk Sermayedarları yatırım tekliflerinin seçiminde çok titiz davranırlar. Yapılan istatistiklerde tekliflerin %95'i inceleme aşamasında %4'ü incelemenin ileri aşamasında reddedilmekte, kalan kısım onaylanmaktadır. Bu onaylanan projelerin de %0.5'i gerçekten finanse edilmektedir. Bu değerlendirmeden de anlaşılacağı gibi Risk Sermayedarlarının inceleme ve eleme metodları bir çok finansal kurumdan daha detaylı olmaktıdır.

3.2. Finanslama Aşamaları

Risk Sermayesi bir firmaya herhangi bir gelişim aşamasında da katılabilir. Firmanın içinde bulunduğu gelişim aşamasına göre risk sermayesi ile finanslama, firmanın genellikle dört ayrı düzeyinde gerçekleşir (GÖNENÇ, 1985, ss.115-116).

3.2.1. Proje Aşamasında Finanslama

Bu aşamada firma henüz kurulmamış ve girişimci sadece fikir aşamasındaki ürününün projesi ile Risk Sermayedarına başvurmuştur. Risk Sermayedarı belirlediği ilkelere uygun görürse projeye finansman sağlayarak işe başlar. Bazen sözkonusu ürün veya hizmet için bir iş veya organizasyon plânı da yapılır. Bu aşama yaklaşık 300.000 dolar'lık bir finansmanı ve bir yıllık bir süreyi kapsar. Bu aşama, projenin uygulanıp uygulanamayacağı henüz bilinemediğinden en riskli aşamadır ve istatistiklere göre firma projelerinin %70'i bu aşamada uygulanamaz bulunup terkedilmektedir.

3.2.2. İşletmeye Alma Aşamasında Finanslama

Bu aşamada Risk Sermayedarının firmaya en fazla yatırım yaptığı ve aktif olarak faaliyete katıldığı süreçtir. Yapılması düşünülen faaliyet için firma kuruluşu gerçekleşmiş, üretim projesi ticari ve teknik safhalarını tamamlamıştır. Ancak, bu aşamada da faaliyetin ve firmanın sürekliliği hala kesin değildir ve risk unsuru büyük ölçüde devam etmektedir. Bu nedenle Risk Sermayedarı, riski dağıtmak amacıyla yeni finanslayıcılar bulmak için çabalarını sürdürür. Risk Sermayedarının bilgi ve tecrübesi, projenin başarısında önemli olmaktadır. Bu aşamada ortalama bir yıllık bir süreyi ve yaklaşık 1.000.000 dolar'lık bir finansmanı gerektirmektedir.

3.2.3. Piyasaya Giriş Aşamasında Finanslama

Piyasaya giriş aşamasında firma, ürünü veya hizmeti piyasaya sürmüş, ancak henüz bir marka imajını ve satış organizasyonunu tam oturtamamıştır. Bu organizasyon gelişmesi ise daha uzun bir süreyi ve milyonlarca dolarlık bir desteği gerektirmektedir. Bu süredc firma pazarda rekabet ve satış gücünü arttırmaya çalışır. Burada da risk unsuru olmakla beraber bundan önceki aşamalara göre daha azdır. Öte yandan yönetim ve organizasyonla ilgili zorluklar bu aşamada daha belirginleşir ve bunu gidermek için Risk Sermayedarının yönetsel ve maddi desteğine duyulan ihtiyaç devam etmektedir.

3.2.4. Piyasada Tutunma ve Yerleşme Aşamasında Finanslama

Bu son aşamada artık firma piyasada tutunmuş ve yer edinmiştir. Firmanın üretim ve dağıtım kapasitesi genişlemeye ve ölçek ekonomilerinin etkileri ortaya çıkmaya başlar. Bu noktada genellikle yatırım, geniş ölçekli bir hal alır ve Risk

Sermayedarının fonlarına olan ihtiyaç azalmıştır. ABD'de bu aşama firmanın borsaya kote edilmesiyle veya borsa dışı piyasada işlem görmesi ile sonuçlanır. Ayrıca orta ölçekli firmaların hisse senedi ihracına başlayıp halka açılmaları artık mümkündür.

Risk Sermayedarı yatırımının sonuçlarını alma noktasına gelmiştir. Borsayı veya borsa dışı piyasayı kullanarak elindeki hisse senetlerini satar ve elde ettiği sermaye kazancı ile yeni yatırımlara yönelme imkânı veren finansmanı sağlamış olur. Risk Sermayedarının bir başka ve daha çabuk sermaye kazancı elde etme yöntemi, firmayı üçüncü veya dördüncü aşamada büyük bir gruba blok olarak satmasıdır. Böylece büyük bir sermaye kazancına daha çabuk sahip olabilmektedir.

4. ÇEŞİTLİ ÜLKELERDE RİSK SERMAYESİ

4.1. Amerika Birleşik Devletleri'nde Risk Sermayesi

Modern finansman tekniklerinin ve sermayenin her türünde olduğu gibi Risk Sermayesi alanında da ABD hem öncülük etmiş hem de en gelişmiş Risk Sermayesi sistemine sahip olmuş ülkedir.

Daha önce bahsettiğimiz SBA'lar, Risk Sermayesi sektörünün doğmasına ve gelişmesine öncülük etmiştir. SBA tarafından finanse edilen SBIC şirketleri sayesinde, sektöre yüzlerce yeni girişimci kazandırılmıştır. Ayrıca, önceleri bir SBIC şirketi olarak kurulan bazı firmalar gelişip tecrübe kazanınca varlıklarını nakde çevirmişler ve SBA'dan bağımsız, özel birer Risk Sermayesi şirketine dönüşmüşlerdir (ÇİLLER & ÇİZAKÇA, 1988, s.24).

Yapılan bir araştırmada 1983 yılında ABD'de 400'den fazla yüksek teknolojiye yönelik Risk Sermayesi Şirketi bulunmakta olup, bunlarda zamanla bir yapısal değişikliğin olduğu gözlenmiştir. Sermayeye olan ihtiyacın büyüklüğü, Risk Sermayesi Şirketlerinden oluşan bir yatırım havuzunun kurulmasını sağlamış, bu da yetmeyince Risk Sermayesi Şirketleri, anonim ortaklıklar haline gelerek kendilerini borsaya kaydetmiş ve halka açılmışlardır. Bu yapı değişikliği ile bu şirketlerin herbirinin 15 - 800 milyon dolar arasında sermaye topladıkları belirlenmiştir. Böylece büyük bir sermaye toplayan Risk Sermayesi Şirketleri yatırımlarını büyük oranda çeşitlendirme imkânı bulmuşlar ve eskiden 3-5 projeyi destekleyebilirken, artık 40-50 girişimci şirketi finanslama imkânına kavuşmuşlardır. Bu yeni yapılanmış şirketlerden 1983 yılında kurulan Merrile Lynch Ven-

ture Partners halktan bir kaç ay içinde 830 milyon dolar toplayabilmiştir (WILSON, 1985, s.24).

ABD'de Risk Sermayesi yatırımları 1988'de 26 milyar dolar düzeyindedir. Oysa 1979 yılındaki bir ankete göre, Risk Sermayesi Şirketleri tarafından 72 girişimci şirkete sağlanan sermaye miktarı 209 milyon dolardı ve bunların toplam satış miktarı da 6 milyon doları bulmuştu. Aynı ankete göre bunların devlete ödedikleri kurumlar vergisi tutarı 100 milyon dolar ve sağladıkları istihdam 130.000 kişiydi. 1988 yılında ise yaklaşık iki milyon kişiye istihdam imkânı sağlamış ve ödedikleri kurumlar vergisi miktarı da 40 milyar dolara ulaşmıştır.

ABD'nin başarılı bir Risk Sermayesi Şirketi olan Kleiner & Perkins'in 1973-1980 yılları arasındaki yatırım portföyüne bakıldığında, bunun onyedi adet girişimci şirketi finanse ettiğini, bunlardan dört tanesinin başarısız olduğunu, toplam 7 milyon dolarlık yatırım yapılarak 30.06.1984 tarihi itibarıyle portföy değerinin 218.380 bin dolar olduğunu çarpıcı bir örnek olarak verebiliriz. Yani bu Risk Sermayesi Şirketi yedi yıllık bir sürede yaptığı yatırımın otuz katından fazlasını kazanmıştır (WILSON, 1985, ss.70-71). ABD'de sektör bazında ortalama %250-300 oranında bir kârlılık tatminkar sayılmaktadır.

4.2. İngiltere'de Risk Sermayesi

Avrupa ülkelerinde Risk Sermayesinin öncelikle geliştiği ve uygulandığı ülke İngiltere'dir. Bu gelişme doğal olarak birden bire değil, alınan karar ve önlemlerle sağlanmıştır. Bu önlemler şöyle özetlenebilir (CRAIG, 1984, s.60).

4.2.1. Risk Sermayedarı Gibi Davranan Kurumlar

Küçük ölçekli firmalara önemli bir finansman desteği sağlayan kurum Endüstri ve Ticaret Finansman Firması'dır. Bu kurumun fonlarının kaynağı İngiltere ve yabancı finansman borsalarıdır. Firmanın 1984 yılı itibarıyle 3.990 girişimde 530 milyon Sterlingi bulan bir yatırım portföyü bulunmaktadır. İngiltere'deki Risk Sermayesinin diğer kaynakları da; büyük holdingler, devletin bölgesel kalkınma ajansları ve bireylerdir. Ayrıca tüm büyük bankalar da bu sektöre ciddi şekilde girmiş ve faaliyetlerini sürdürmektedirler.

4.2.2. Yeni İşletmelere Destek

İngiltere'de 1980 sonrası vergi alanında yapılan değişiklikler sonucu yeni firmaların kurulması çekici hale getirilmiştir. 1981'de ortaya konulan İş Başlangıç Programı'nın temel özelliği beş yıldan genç ve borsaya kote edilmemiş teşebbüslerin hisselerini satın alan özel yatırımcılara vergi kolaylıkları getirmektedir. Ancak beş yıldan genç olma şartı 1982'de kaldırılarak, program 1983'de İş Genişleme Programı (İGP) olarak yeniden organize edilmiştir. Bu düzenlemeler sonucu 1984 yılında 200 milyon Sterlin'den fazla bir yatırımın gerçekleşmesine imkân sağlandı. İGP'nın kuralları şunlardır:

- Firma İngiliz uyruklu ve sermayesinin tamamı ödenmiş olmalı,
- Sermaye piyasasına veya kote edilmemiş senetler piyasasına girmemiş olmalı,
- Başka bir firmayı kontrol etmediği gibi kontrol altında da olmamalıdır. Yani bağımsız olmalıdır.

İGP Fonları işe başlama, işi genişletme veya işi satınalma türünde, araştırma-geliştirme faaliyetine girişme ve borçların ödenmesinde kullanılabilir. Ancak firma iş hacminin %20'sinden fazlasını;

- Emtia, menkul kıymet ve gayr-ı menkul ticaretine,
- Bankacılık, sigortacılık ve diğer finans faaliyetlerine,
- Çiftçilik ve emlakçılık faaliyetlerine hasrdemez.

Bu koşulları sağlayan bir firmaya, İGP çerçevesinde 500 Sterling'den fazla yatırım yapan kişilerin, gelir vergisinden yılda 40.000 Sterling'e varan vergi bağışıklıkları yapılmaktadır. Bu faaliyetler ile buna ilişkin denetlemeler İGP içinde mümessilliği onaylanmış özel firmalar tarafından yapılmaktadır.

İngiliz Hükümeti İGP dışında, 1979 yılında İskoç ve Galler Geliştirme Ajansı'nı, iktisadi gelişmeyi sağlamak amacıyla Risk Sermayesi kaynağı olarak tesis etmiş, küçük ve ileri teknolojili firmaları desteklemek amacıyla da 1981'de İngiliz Teknoloji Grubu'nu oluşturmuştur. Bu grup, 1983 yılından sonra proje finansmanı yerine, teknoloji transferine daha çok ağırlık vermeye başlamıştır.

4.2.3. Serbest Borsanın (Over The Counter Market) Oluşturulması

Risk Sermayesi'nin İngiltere'deki gelişmesinde en önemli katkı, serbest borsanın oluşturulmasıyla gerçekleşmiştir. Bu sistemin tamamlayıcısı olarak 1980 yılında Kote Edilmemiş Senetler Piyasası kurulmuştur. Bu piyasa normal borsalara, özellikle London Borsası'na giremeyen küçük firmalar için daha düşük maliyetli ve hisselerin daha kontrol edilebildiği bir yol olmaktadır. Bu borsaya girmek için hisselerin %10'unun tedavülde olması, son üç yıllık bilanço döneminin başarılı olması ve bir miktar kayıt masrafının yapılması yeterlidir. 1987 yılında bu piyasada kayıtlı firma sayısı 340'ı ve bunların temsil ettiği hisselerin değeri 3.5 milyar Sterling'i aşmıştır.

Bu olumlu gelişmeler sonucu 1985 ylılında İngiltere'de yüzü aşkın Risk Sermayesi Şirketi kurulmuş ve önemli miktarda girişime destek vermişlerdir. Risk Sermayesi Şirketlerinin %80'i firmaları, özellikle kuruluş aşamasında desteklemeyi tercih etmektedirler.

4.3. Almanya'da Risk Sermayesi

Almanya uzun yıllar Risk Sermayesi kurum ve kavramından yararlanamamıştır. İlk gerçek Risk Sermayesi Şirketi 1984 yılında Münih'te kuruldu. Almanya'daki teknoloji transferinin çok yavaş gelişmesinde bu sektörün geri kalmışlığı önemli bir etken olarak görülmektedir.

Alman Hükümetinin bu sektörü canlandırmaya yönelik çabaları sonucu, makina ve elektrik mühendisliği alanlarında başarılı olan küçük ve orta ölçekli firmaların, bilgi, bilgisayar ve iletişim alanlarında yüksek teknoloji üretmesine destek verilmiştir. Bu amaçla iki tür önlem alınmıştır.

Öncelikle Özel Sektörün çok güçlü bir Risk Sermayesi Şirketi kurmasına devlet finansal destek vermeyi kararlaştırmıştır. Bu çerçevede 28 Alman Bankası tarafından 1975 yılında kurulan Risk Sermayesi Şirketinin uğrayacağı zararın %75'ini devletin karşılaması taahhüt edilmiştir. Ancak tüm bu desteklere ve başlangıçtaki 10 milyon marklık sermayenin 50 milyon marka çıkarılmasına rağmen, bu firma 1982'ye kadar sürekli zarar etmiştir. Bu noktada önemli olan bir tek neden düşünülmektedir. Bu da; Risk Sermayesi Şirketinin yönetiminde küçük fakat dinamik bir yönetim kurulu yerine, bankacılar, sanayiciler ve yetkili devlet memurlarından oluşan bir grup etkili olmuştur. Bu yapı ise girişimcilerin

değerlendirilmesinde esas alınacak kriterlerin farklılaşmasına ve Risk Sermayesi Şirketinin ana ilkelerinden sapılmasına neden olmuştur. Ticari başarı, öncelikli sektörler ve sosyal fayda gibi Risk Sermayesi ile ilgisi olmayan kriterler kullanılmaya başlanmış, sonuçta başarısızlık kaçınılmaz olmuştur (O.E.C.D., 1985, s.31).

İkinci olarak yeni firmalara sağlanan finansman desteği uygulaması yapılmıştır. 1979 yılında kurulan Başlangıç Sermayesi Yardımı Programı ve 1983 yılında faaliyete geçirilen Üretim Temelli Yeni Girişimciler Programı bu uygulamanın temel noktalarıdır.

İlk program bir kamu bankası tarafından desteklenip yürütülmekte ve yeni firmalara 20 yıl vadeli, sabit faizli olarak verilen kredilerden oluşmaktadır. Bu destek herhangi bir sektördeki yeni firmalara sunulmakta olup, proje geliştirme aşamasında bir danışman tarafından yönetim desteği de verilmektedir.

İkinci program ise, doğrudan Federal Araştırma ve Teknoloji Bakanlığı tarafından yönetilmekte ve daha dar kapsamlı olarak uygulanmaktadır. Bu program 10 kişiden az işçi çalıştıran ve yüksek teknoloji kullanan küçük ölçekli firmaları kuruluş veya gelişme aşamalarında desteklemeyi amaçlamaktadır. Bu destekleme şu şekilde gerçekleşmektedir:

- Altı coğrafi bölgede,
- Mikro elektronik veya bio-teknoloji alanında,
- Halihazırda Risk Sermayesi kullanan seçilmiş firmalara ek finansal destek olarak uygulanmaktadır.

Bu program fizibilite masraflarının %90'ını (tavan 54.000 DM), geliştirme masraflarının %75'ini (tavan 900.000 DM) finanse etmektedir.

Almanya'da getirilen bu teşvik ve tedbirlere rağmen Risk Sermayesi sektörü istenilen gelişme düzeyine erişememiştir. Bunun en önemli nedeni olarak ülkenin vergi sistemi gösterilmektedir. Bu yapı limited ve anonim şirketlerin önemli oranlarda lehine oluşturulduğundan, Risk Sermayesi Şirketlerinin gelişmesini ve faaliyet sonuçlarının taraflara yarar sağlayıcı unsurlarını engellemektedir (FELS, 1984, s.9).

Alman hükümeti konuyu bu açıdan değerlendirerek, yetersizlikleri saptamış Risk Sermayesinin gelişmesine yönelik vergi ve borsa alanında yasal

düzenlemelere yönelmiş ve böylece Risk Sermayesini güçlendirici fiskal tedbirleri de alma yolundaki çalışmalar devam etmektedir.

4.4. Japonya'da Risk Sermayesi

Japonya'nın Risk Sermayesi sektörü ABD ile kıyaslandığında henüz emekleme aşamasındadır. Ülkede yaklaşık 18 tane büyük Risk Sermayesi Şirketi vardır (TAZAKI, 1982, ss.8-15). Bilindiği gibi Japon ekonomisi, büyük ölçüde ZAIBATSU adı verilen dev holdingler tarafından kontrol edilmekte ve en yetenekli kişiler de burlar tarafından istihdam edilmektedir. Japon iş kültürüne göre, bir iş yerinde çalışmaya başladıktan sonra artık işten atılmak sözkonusu olmadığından, birey kendisini tam bir emniyet içinde hissetmekte ve riske atılmak için heyecan ve insiyatifini zamanla yitirmektedir. Ayrıca toplum işine sadakatla bağlı olmayanlara yani "sürüden ayrılanlara" iyi gözle bakmamaktadır.

Bir yandan ekonomide oligpolistik bir yapıyı oluşturan ZAIBATSU'lar, piyasada faaliyet gösteren küçük ölçekli firmaları kontrol altına almakta ve bağımsızlıklarını yok etmektedirler. Böylece devlerin egemenliğinde olan bu piyasada, küçük ölçekli firmaların başarı şansı çok az olmaktadır (SAKAI, 1992, ss.38-39). Öte yandan potansiyel girişimciye sunulan çalışma ve iş emniyeti bu toplumda Risk Sermayesinin gelişmesini ağırlaştırmaktadır.

Bu olumsuzluklara rağmen Japon Hükümeti Risk Sermayesine Kamu desteği sağlamaktadır. Başlangıç aşamasındaki firmaların alacakları uzun vadeli banka kredilerine Kamu garantisi sağlamaktadır. Ayrıca küçük ve orta ölçekli girişim ve yatırım geliştirme firmaları kanalıyla, Kamu fonları Risk Sermayesi piyasasına aktarılmaktadır. Böylece Kamu desteği ile son yıllarda 470 girişim desteklenmiştir. Öte yandan Tokyo'da oluşturulan ve halen 250 civarında firmanın kayıtlı olduğu bir serbest borsanın da bulunması önemli bir gelişmedir. Bu borsaya giriş koşullarının diğerlerine göre kolaylaştırılması sonucu bu sayının 2000'lere ulaşması beklenmektedir. Şu anda Japon Risk Sermayesi şirketlerinin büyük bir bölümü dev finans şirketlerinin alt kolları olarak faaliyette bulunmaktadır (O.E.C.D., 1985, s.33). Japon Endüstri ve Ticaret Bakanlığı'nın hesaplamalarına göre Risk Sermayesi pazarının gelişmesi şöyledir: 1981'de 15 milyar, 1982'de 21,5 milyar, 1983'de 35 milyar ve 1984 yılında da 52 milyar Yendir.

4.5. Türkiye'de Risk Sermayesi

Ülkemizdeki küçük ve büyük sanayiyi destekleyen genel teşvik sistemi, Sanayi ve Ticaret Bakanlığı ile DPT tarafından oluşturulmuş ve yine DPT tarafından çalıştırılmaktadır.

Sanayi ve Ticaret Bakanlığı, Küçük Sanayiyi Geliştirme Merkezi (KÜSGEM) ve Organize Sanayi Bölgeleri (OSB) ile küçük girişimciye altyapı sağlayarak, teknik yardım yaparak destek olmaktadır. KÜSGEM'in faaliyetleri 1983 yılında Ankara'da oluşturulan Genel Müdürlük ile ve OSTİM Sanayi Sitesi içinde kurulan Danışmanlık ve Kalite Geliştirme Merkezi ile Doğu Sanayi Sitesinde; 1986 yılında kurulan İstanbul Bölge Müdürlüğü ile Türkiye genelinde organize olmaya başlamıştır. Küçük ve orta ölçekli firmalara yönelik bu hizmetler ana başlıkları ile şunlardır:

- Danışmanlık Hizmetleri,
- Laboratuvar Hizmetleri,
- Pazarlamaya Teknik Katkı,
- Proje Ofisi Firmaları Kurulması,
- Enerji Tasarrufu Sağlayıcı Cihaz Üreticilerinin Teşviki,
- İstihdam Rehberliği Firmaların Kurulması.

Öte yandan mali yardımlar Halk Bankası ve DESİYAB - Devlet Sanayi ve İşçi Yatırım Bankası, 6 Nisan 1988'de yeniden örgütlenerek Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş. adı altında faaliyetlerini sürdürmektedir (KEYDER, 1990,s.98) - tarafından gerçekleştirilmektedir. Ziraat Bankası da bazı konuları ile küçük tarım işletmelerini desteklemektedir.

Halk Bankası, küçük girişimci ve esnafın finansörüdür. DESİYAB ise kuruluş amacı gereği işçi ve özellikle dışarıdan sermaye getirmiş işçi şirketlerini desteklemektedir. Ancak bu sistem bütünü henüz ABD - Avrupa türü bir Risk Sermayesi sistemi oluşturamamıştır.

DESİYAB'ın uyguladığı rehabilitasyon yardımları da; üretim, pazarlama, teknoloji ve finansman darboğazında bulunan ancak özkaynak temininde zorlanan işçi firmalarına yöneliktir. 1985 yılında başlatılan Rehabilitasyon Programı çerçevesinde değerlendirilien; ASTAŞ, AYKİM, GENTAŞ ve borsada işlem gören KÖYTAŞ ve Denizli Cam Sanayi gibi firmalar faaliyetlerini kârlı şekilde sürdürmeye başlamışlardır.

Ülkemizdeki küçük ölçekli işletmelerin finansal ve genişlemeye yönelik sorunlarının çözümünde daha aktif görev üstlenebilecek bir Risk Sermayesi Şirketi kurulması düşünce ve çalışmaları 1986 tarihinde başlamıştır (ÇİLLER & ÇİZAKÇA, 1988, s.144). Dönemin Devlet Bakanı Tınaz TİTİZ yönetiminde İşsizlikle Mücadele ve İstihdamı Geliştirme Yüksek Koordinasyon Kurulu oluşturulmuştur. Bu faaliyetler içinde Teşebbüs Destekleme Ajansı (TDA) ve Risk Sermayesi sisteminin kurulması konusundaki çalışmalar konumuzla ilgili olmaktadır. Bakanlığın 1986 yılı faaliyetlerini tanıtan broşürdeki TDA'na ve Risk Sermayesi sistemine yönelik açıklamalar önemlidir. Bu açıklamalardan TDA'nın finansal destek değil, teknik, organizasyon ve idari konularda destek olacağı, finansal destek konusunun ise, Risk Sermayesi sistemi tarafından ele alınacağı ifade edilmiştir. Bu açıklamalara göre Devlet, kendine bağlı bir Risk Sermayesi Şirketi kuracak ve holding yapısındaki bu Risk Sermayesi Şirketi daha küçük Risk Sermayesi Şirketlerine sermaye sağlayarak girişimcileri, projeleri ve yeni teknolojileri teşvik edecektir.

Risk Sermayesi sisteminin değişik bir versiyonu olarak 1983 yılında çıkarılan bir Kanun Hükmünde Kararname ile Özel Finans Kurumları Türk Finans sisteminde vizyon bulmuştur. Kararnameye göre bu kurumların fon kullandırma yöntemlerinden birisi de Proje Bazında Kâr Zarar Ortaklığıdır. Ancak bu kurumların bugüne kadar geçen süre içinde bu yöntemle kullandırdıkları fonlar, kullandırılan toplam fonlar içinde %1-2 nisbetindedir (SEZEN, 1990, S.156).

Bu alandaki çalışmaların hukuki yönden ele alınması ve Risk Sermayesi Şirketlerinin Sermaye Piyasası Kanunu ile diğer ticari ve mali mevzuata uygun olacak şekilde değerlendirilmesi amacıyle; yeni DYP-SHP Koalisyon Hükümetinin tasarı olarak gündeme getirdiği, Sermaye Piyasası Kanunundaki yenilik ve düzenlemeler bu konu üzerinde daha ciddi olarak durulacağının ve çalışmaların yapılacağının bir işareti olarak nitelendirilebilir.

SONUÇ

Yapmış olduğumuz bu çalışmadan da görüleceği gibi Risk Sermayesi sistemi Dünyada yeni bir finansman tekniği olarak, küçük ve orta ölçekli işletmelerin finansman sorunlarını çözmenin yanında; gelişen ve hızla teknoloji üreten rekabetçi pazarlarda, her ülkenin kendi payını korumak ve arttırmak amacıyla Kamu desteği ile kurup geliştirdikleri bir sistemdir. Bu sistem bir çok yeni fikir ve ürünleri ortaya çıkarmada, üretilebilir bir sürece dönüştürmede ve en son teknolojilerin bulunup kullanılmasında çok aktif ve önemli bir fonksiyonu üstlenmiştir.

Gelişmiş Dünya ülkelerine baktığımızda son yıllardaki yeniliklerin gerisinde bir Risk Sermayesi Şirketinin desteği olduğunu görmekteyiz.

Ülkemiz, kıt olan sermaye kaynağını en rasyonel şekilde kullanmak zorunda olmasına ve aşırı riskli faaliyetlere yönelmesinin kaynak israfına yol açacağı endişesine rağmen, üst yönetim kademeleri bu alandaki Devlet desteğini öncelikle iyi analiz edilmiş projelere ve girişimcilere vermeli, Özel Sektörü de bu alandaki faaliyetlere yönlendirici, teşvik edici idari ve mali tedbirleri süratle almalıdır.

VENTURE CAPİTAL AS FİNANCIAL SYSTEM
SUMMARY

Due to inadequate support provided by traditional financial techniques to small and medium scale firms. Venture capital system has emerged in USA during 1950s and has gained popularity amoung the European Countries since the early 1980s. Venture capital is in fact a system af collectirity. This system which encompasses young enterpreneors who have prospektive and promising plrojects and ideas in their minds and venture capitalists who would finance these projects. Is mostly implemented by the developed countries. This article after an examination the birth, grawth and structure and implementation across countries of venture capital, attemps to discuss the various benefit that can be incurred by inclusion of venture capital into the Turkish Financial system.

KAYNAKÇA

ALTINTAŞ, M. Berra.; "Bir Finans Tekniği Olarak Risk Sermayesi", **Para ve Sermaye Piyasası Dergisi**, Haziran, 1986.

BÜYÜKAYDIN, Ayşegül.; **Risk Sermayesi**. (Yayınlanmamış Y.L.Tezi). İstanbul Üniversitesi, 1988.

COUPARELLI, Spiro.; **Venture Capital In Europe**. New-York, 1977.

CRAIG, Micheal.; "Revoluation In UK Venture Capital", **The Banker**. Vol. 134. No: 699, May 1984.

ÇİLLER, Tansu.; & ÇİZAKÇA Murat; **Türk Finans Kesiminde Sorunlar ve Çözüm Önerileri**. İTO Yay. İstanbul, 1988.

EYÜPGİLLER, Servet .; **Banka ve Mali Kuruluşlar.** Yargı Yay. Ankara, 1988.

FELS, Gunther.; "More Risk Capital For Private Enterprise", **New Opportunities For Entrepreneurship**. Tubingen, Mahr. 1984.

GÖNENÇ, Rauf.; "Venture Capital". **Advanced Technology Allert System**, ATAS Bulletin, 1985.

İTO, Küçük İşletmelerin Yönetim ve Finansman Sorunları. İstanbul, 1986.

KEYDER, Nur.; **Para, Teori-Politika, Türkiye Üzerine Bir Uygulama.** 2. Bas. Ankara, 1990.

O.E.C.D., **Venture Capital In Information Technology**. Paris, 1985.

SAKAI, Kuniyasu.; "Japon İmalat Sanayiinin Feodal Dünyası". **İktisat ve İş Dünyası Bülteni.** Çev.: M. ÖZEL. Sayı: 1. 1992.

SEZEN, Mütteki.; **Özel Finans Kurumlarının Bankacılık Hizmetleri Açısından Değerlendirilmesi.** (Yayınlanmamış Y.L. Tezi). D.E.Ü. İzmir.1990.

TAZAKI, Souwa.; "Venture Capital Taking-off After Ten Years Of Ground Run". **The Oriental Economist**, Oct. 1992.

TÜRKCAN, Ergun.; " Küçük Girişimci Sermayesi (KGS)". **Para ve Sermaye Piyasası Dergisi**, Temmuz, 1986.

TYEBJEE, T. Tyzoon.; & BRUNO Albert , "A Model of Venture Capitalist Investment Activity", **Management Science**, Vol.30, No:9, Sept . 1984.

WILSON, Jack.; **The New Venturers**. Addıson W. Publ. California, 1985.