

# Girişimciler İçin Alternatif Bir Finansman Yöntemi: Kitlesele Fonlama (Crowdfunding)

Nuray ATSAN

Yrd.Doç. Dr., Akdeniz Üniversitesi  
İİBF, İşletme Bölümü  
atsan@akdeniz.edu.tr

Eda ORUÇ ERDOĞAN

Yrd.Doç. Dr., Akdeniz Üniversitesi  
İİBF, İşletme Bölümü  
edaoruc@akdeniz.edu.tr

Girişimciler İçin Alternatif bir Finansman Yöntemi: Kitlesele Fonlama (Crowdfunding)

An Alternative Finance Method for Entrepreneurs: Crowdfunding

## Özet

Yeni doğan ve geç ç işletmelerin karşılaştığı zorlukların başında yaşamalarını sağlayacak finansman kaynağını yaratmak gelmektedir. Girişimcinin kendisi, ailesi, arkadaşları, melek yatırımcılar ve girişim sermayesi gibi geleneksel finansman kaynaklarına, internet ve sosyal medya kullanımının artışıyla birlikte alternatif bir finansman kaynağı olarak kitlesele fonlama eklenmiştir. Girişimcinin sunduğu iş fikrinin İnternet üzerinden açık çağrıyla çok sayıda yatırımcıdan küçük miktarlarda toplanan fonlarla finanse edilmesini sağlayan kitlesele fonlama, kitlelerin gücünü yansıtan bir sermaye yaratma mekanizmasıdır. Kitlesele fonlama, gerek uluslararası gerekse ulusal literatürde henüz yeni tartışılan bir konu olduğu İçin kitlesele fonlama kararına temel oluşturacak bilimsel bilgi birikimi eksiktir. Bu çalışmada konuya ilişkin mevcut literatür incelenmiş olup, temel bilgi birikiminin oluşturulmasına çalışılmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Girişimcilik, girişimcilik finansmanı, kitlesele fonlama, melek yatırımcı, girişim sermayesi.

## Abstract

The most important challenge faced by the startups or young enterprises is to create the source of finance, which will give them the means to survive. In addition to traditional sources of finance such as the entrepreneurs themselves, their families, friends, business angels and venture capital, crowdfunding has been added as an alternative source of finance with the increase in the use of the internet and social media. Crowdfunding, which ensures that the business idea offered by the entrepreneur is financed by the funds collected at small amounts from many investors by means of an open call made on the internet, is a capital creation mechanism that reflects the power of the crowds. The scientific knowledge accumulation to constitute the basis for crowdfunding decisions is lacking, as crowdfunding is just a recently debated subject both in the international and national body of literature. In this study, the current body of literature on crowdfunding is examined and it was endeavoured to create the basic knowledge accumulation.

**Keywords:** Entrepreneurship, entrepreneurial finance, crowdfunding, business angel, venture capital.

## 1. Giriş

Yeni doğan(start-up) ve genç işletmelerin en hayati meselelerinin başında büyümelerini sağlayacak sermayeyi yaratmak gelmektedir. Uygulamada bu tür işletmelerin ilk girişimcilik adımlarının maliyeti genellikle girişimcilerin kendilerinin veya aile ve arkadaşlarının kaynakları ile finanse edilmektedir (Irwin ve Scott, 2010; Agrawal vd., 2011; Gulati, 2014). Çünkü girişimciler özellikle de yeni doğan işletme kurucuları, genellikle piyasaya ve iş hayatına yeni giriyor olmaları nedeniyle iş tecrübesine, piyasada tanınırlığa sahip değildirler. Üstelik geleneksel finansman sisteminde bankacılık ve diğer finansal hizmetler, tipik olarak maddi kaynakları güçlü, yeterli teminatı gösterebilen girişimcilere fon sağlama eğilimi taşırlar. Dolayısıyla da özellikle yeni doğan ve genç işletme sahipleri banka kredisi, risk sermayesi gibi kurumsal finansman kaynaklarına erişmekte zorluk çekmektedirler (Cosh vd., 2009; Fink, 2012). Bu tür firmalar için can simidi olarak gösterilen melek yatırımcılar dahi girişimcilerin fon ihtiyacını karşılayacak potansiyeli gösterememektedir. Melek yatırımcı sayısının dünyada ve ülkemizde sınırlı oluşu bunun en belirgin nedenidir. 2013 verilerine göre ABD’de 300 bine yakın (RockthePostReport, 2013), AB’de 20 bin civarında melek yatırımcı varken (EBAN Report, 2014), Hazine Müsteşarlığının 2014 yılı Aralık ayında yayınladığı "Bireysel Katılım Sermayesi İlerleme Raporu"na göre, yayımlandığı tarih itibarıyla Türkiye’de 275 melek yatırımcı lisanslanmıştır. Benzer şekilde ülkemizde girişim sermayesi yatırım ortaklığı vasfıyla faaliyet gösteren sadece 6 oluşum mevcuttur. Öte yandan, gerek melek yatırımcılar, gerekse risk sermayesi şirketleri sadece az sayıdaki seçilmiş bir girişimci grubuna katkı sağlamaktadırlar (Ordanini vd., 2011: 448; Fisch’den aktaran Stember, 2013; Macht ve Weatherston, 2014; Valanciene ve Jegeleviciute, 2013). Örneğin Türkiye’de girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının yaptıkları toplam yatırım sayısı, çıkış yaptıkları yatırımlar dikkate alınmadan 26’dır. Akredite melek yatırımcıların ise Aralık 2014 itibarıyla 7’dir (Hazine Müsteşarlığı, 2014). Dolayısıyla mevcut finansman kaynaklarına alternatif olabilecek her yeni model girişimci ve girişimci adaylarının ilgi ve takip alanını oluşturmaktadır.

Son yıllarda Türkçe karşılığı “kitlese fonlama” olarak çevrilebilecek “crowdfunding” yöntemi, yeni doğan ve genç işletmelerin fon yaratma zaafiyetini giderebilme potansiyeline sahip, alternatif bir finansman mekanizması olarak uluslararası ve ulusal literatürde yer almaya başlamıştır. En basit ifadeyle kitlese fonlama, girişimci veya proje sahiplerinin gerçekleştirmek istedikleri girişime veya projeye, İnternet üzerinden ulaştıkları büyük kitlelerden küçük miktarlarda para toplayarak fon yaratmasıdır. Kitlese fonlama girişimcilerin kurumsal finansman kaynaklarına bağımlı kalmadan ihtiyaç duydukları fonları kitlelerin gücünden yararlanarak yaratmalarını sağlamaktadır. Dünya Bankası sektör raporu, kitlese fonlama ile 2012 yılında dünya çapında yaklaşık 2.7 milyar\$’lık bir sermayenin yaratıldığını göstermektedir (The World Bank report, 2013). Kitlese fonlama sisteminin

ekonomik potansiyeli son dönemde daha da belirgin hale geldiğinden, bu sistemin kullanıcıları dramatik bir biçimde artmıştır.

Uluslararası medya ve uygulamacılar arasında yoğun şekilde tartışılıyor olmasına rağmen, bu yeni alan akademik literatürde henüz gereken ilgiyi görebilmiş değildir (Lehner, 2013; Mollick, 2014; Macht ve Weatherson, 2014). Türkçe literatür incelendiğinde de konuya ilişkin mevcut akademik ilginin yok denecek kadar az olduğu söylenebilir. Halbuki kitlesel fonlamanın iddia edildiği gibi başlangıç aşamasındaki işletmeler için alternatif bir finansman yolu olup olamayacağını; temel dinamikleri, mevcut teorilerle ilişkisi, yasal gereklilikleri ve uzun dönemli etkileri açısından incelenmesi girişimcilerin kitlesel fonlama kararına temel oluşturması bakımından gereklidir. Bu çalışma bu gereklilikten yola çıkarak, kitlesel fonlamaya ilişkin mevcut literatürü incelemek suretiyle bu finansman yönteminin temel dinamiklerini ele almaktadır. Makalede kitlesel fonlamanın geçmişi, tanımı ve kapsamının ele alınacağı ilk bölümü, kitlesel fonlama türleri, temel aktörleri ve işleyişini inceleyen bölümler izleyecektir. Ardından Dünyada ve Türkiye’de sistemin mevcut durumuna, yasal mevzuata, üstün ve zayıf yönlerine, başarı kriterlerine ilişkin tespitler yer alacaktır. Makale sonuç ve değerlendirme bölümüyle sona erecektir.

## 2. Kitlesel Fonlamanın Geçmişi, Tanımı ve Kapsamı

Literatürde kitlesel fonlama kavramının kökleri, crowdsourcing (kitlesel kaynaklardan yararlanma) ile mikro-f finansman yaklaşımına dayandırılmaktadır (Ordanini vd., 2011; Collins ve Pierrakis, 2012).

Bilgi ve iletişim teknolojisindeki gelişmeler, özellikle de Web 2.0 teknolojisi, internetin geleneksel tek yönlü yapısını değiştirerek etkileşimli bir web ortamı oluşturmuş; internet kullanıcılarını içerik üretebilen dolayısıyla da kaynak niteliği taşıyor hale getirmiştir. 2000’li yılların başlarında “Kitlelerin Bilgeliği (Wisdom of the Crowd)” adlı kitabında James Surowiecki, büyük kitlelerin bazı işleri uzman kişilerden daha etkin ve doğru bir şekilde yapabileceğini ve işletmelerin bu düşünceyi hayata geçirmeye başladığından bahsetmiştir (Surowiecki, 2009). 2006 yılında Jeff Howe, Wired dergisinde yayınlanan “The Rise of Crowdsourcing” başlıklı makalesinde bu olguyu “crowdsourcing” terimi ile ifade etmiştir. Kalabalık veya kitleler (crowd) ile dış kaynaklardan yararlanma (outsourcing) kavramlarının birleşimini ifade eden bu yeni kavram, kurumsal faaliyetlerin geliştirilmesinde fikir, geribildirim ve çözüm yolları aramak için kalabalıklara başvurulmasını ve onların önerilerinin kullanılmasını ifade etmektedir. Schweinbacher ve Larralde’ye (2010) göre, kitlesel kaynaklardan yararlanma (crowdsourcing) bir firmanın belirli işleri, hatta çözülemeyen problemleri geniş kitlelere İnternet üzerinden açık çağrıda bulunarak yaptırmasına olanak vermektedir. Örneğin, Wikipedia projesi kitlelerin

bilgeliğinin veya kolektif zekanın mükemmel bir örneği olarak gösterilebilir (Nieder ve Van Dijck, 2010; Pazowski ve Czudec, 2014).

Diğer yandan mikro-finansman yaklaşımı ise Nobel ödüllü Prof. Muhammed Yunus'un yoksulluğun azaltılması için geliştirdiği, küçük miktarlardaki krediyle insanlara iş olanağı yaratılması uygulaması olarak bilinmektedir (Morduch, 1999). Bu yaklaşım, kurumsal bankacılık ve finansal hizmetlere erişemeyen kendi hesabına çalışan mikro girişimciler ile çoğunlukla kırsal kesimde veya kentsel alanlarda yaşayan düşük gelirli kişilere finansal hizmetlerin ulaştırılmasını amaçlar. Bu yaklaşımın birlikte sosyal finansman modelleri geniş kitlelerce tanınır hale gelmiştir.

Kitlesel kaynaklardan yararlanma yönteminde tüketiciler bir ürünün geliştirilmesine fikir niteliğinde girdi sağlarken, kitlesel fonlamada bu girdi küçük miktarlarda yapılan parasal katkıya dönüşmektedir. Dolayısıyla, kitlesel kaynaklardan yararlanma ve mikro finansman yönteminden esinlenen kitlesel fonlama sisteminin özünde, çok sayıda kişiden düşük miktarlarda fon sağlamak olduğu söylenebilir. Kitlesel fonlama için araştırmacılar farklı tanımlamalar yapabilmektedir (Tablo 1). Bu tanımlardan bazıları daha kapsamlıyken, diğerleri kitlelerin niteliği, kitlelere ulaşım şekli, fon miktarları, fon yaratma yeteneği gibi temel bazı özelliklerine vurgu yapmaktadır.

Kitlesel fonlama, modern bir finansal kaynak yaratma sistemi olup, fikir sahiplerinin girişimlerini veya projelerini hayata geçirebilmeleri için ihtiyaç duydukları finansal desteği ortak bir ağ üzerinde buluşan ve finansmana konu olan girişime/projeyle ilgili duyan kitleler sayesinde elde etmeleri anlayışı doğrultusunda çalışır (İşler, 2014). Özellikle geleneksel finansman kaynaklarından yeterli desteği bulamayan girişimcilerin yaratıcı ve yenilikçilik yönü olan projelerine ihtiyaçları olan fonu Internet üzerinden kitlelere açık çağrıda bulunarak fon toplamasıdır. Girişimciler projelerini bu konuda uzmanlaşmış platformlar/web siteleri aracılığıyla yayınlarlar ve açık çağrılarını kitlelere hazırladıkları yazılı ve görsel malzemelerle iletirler. Fon sağlayıcı niteliği taşıyan kitleler ise beğendikleri projelere yine ilgili platformlar vasıtasıyla küçük miktarlarda para yatırır. Kitlesel fonlama platformlarını, girişimciler sadece fon yaratmak için değil, ayrıca ürünlerini test etmek, tutundurmak ve pazarlamak ve bu yolla tüketicilerin tercihleri konusunda daha detaylı bilgi edinmek için de kullanabilmektedirler. Kısaca bu sistemde girişimci, yatırımcı ve tüketicinin online platformlarda buluşması sağlanır.

**Tablo 1: Kitlesele fonlama tanımları**

Yazar(lar)	Yıl	Tanım
Kleeman, Voß ve Rieder	2008	Kar amaçlı bir firma, ürününün üretimi veya satışı için gereken belirli işleri, İnternet yoluyla kamuoyuna (kitlelere) açık çağrı yoluyla dış kaynaklardan yararlanarak temin ettiği durumlarda ortaya çıkar. Amaç; firmanın üretim sürecine karşılıksız veya firmaya sağlanan değere göre çok mütevazı bir karşılıkla kişilerin gönüllü katkı sağlamalarıdır.
Lambert ve Schwienbacher; Schwienbacher ve Larralde; Bellaflamme, Lambert ve Schwienbacher Ordanini vd.	Mart 2010 Eylül 2010 2014 2011	Kitle fonlaması, İnternet yoluyla girişimlere belirli amaçlar doğrultusunda bağışçı olarak, ödül karşılığı, borç vererek veya hissedar olarak finansal kaynak oluşturmak için açık bir çağrıdır. Kitlesele fonlama, bireylerce sunulan yeni projelere birçok insandan (örn:kitleden) küçük-orta ölçekli yatırım tutarları toplayarak gerçekleştirilen fon yaratma girişimidir.
Mitra	2012	Kitlesele fonlama, bir proje veya girişimin bir grup birey tarafından (kitle tarafından) finanse edilmesidir
Giudici, Nava, Lamastra ve Verecondo	2012	Büyük bir insan grubunun, bir web sitesi veya diğer online araçları kullanarak bir projeye sermaye yatırmasıdır.
Ahlers, Cumming, Günther ve Schweizer	2012	Kitlesele fonlama, bir grup insanın belirli bir amacı desteklemek için genellikle çok küçük bireysel katkılar yaptığı bir fon yaratma şeklidir.
Ergen, Lau ve Bilginoğlu	2013	Kitlesele fonlama, birçok küçük yatırımcının birleşerek kendilerinin seçtiği bir projeye yatırımlarına karşılık bekleyerek ya da bazen sembolik karşılık isteyen bir biçimde ortak olması, ürün geliştirme aşamasındaysa ön sipariş vermesi ya da bir çeşit bağıştta bulunarak, girişimcilere sermaye sağlamasıdır.
Wash	2013	Kitle fonlaması, yeni bir fikri gerçekleştirmek için çok sayıda destekçiden açık çağrı yoluyla kaynak isteme faaliyetidir.
Valanciene ve Jegeleviciute	2013	Kitlesele fonlama, sermaye edinmek isteyen girişimciler ile internet tabanlı araçlar vasıtasıyla gelişen bir sermaye kaynağı yaratan ve küçük miktarlarda yatırım yapmaya gönüllü özgün yatırımcılar arasında bağlantı kurma yöntemidir.
Lehner	2013	Kitlesele fonlama, "kitle" olarak adlandırılan geniş dağılımlı bir izleyici topluluğunun bir proje veya girişimi desteklemek için küçük miktarlarda para sağlamasıdır.
Joenssen, Michaelis, ve Müllerleile	2014	Kitlesele fonlama ticari veya ticari olmayan projelerin bireyler veya örgütler tarafından kamuya açık bir çağrıyla fon temin etmek, pazar potansiyelini değerlemek ve müşterilerle ilişki kurmak için başlatılmasıdır.

Kaynak: Bu çalışmanın yazarlarınca derlenmiştir.

Kitlesel fonlamanın önemli bir özelliği ödül sistemidir. Yatırımcı girişime/projeye sağladığı para desteği karşılığında sosyal (bir projenin hayata geçirilmesine katkı sağlama bilgisi ve duygusu), finansal (şirket hissesi, kardan pay veya yatırım faizi) veya maddesel (ulaşılması zor bir ürüne erişim sağlanması) nitelikte bir fayda elde eder (Silver vd., 2013; Belleflamme vd., 2014). Bu faydalar bir sonraki bölümde detaylı incelenecek olan kitlesel fonlama türlerinin de temelini oluşturur.

### 3. Kitlesel Fonlama Türleri

Kitlesel fonlama uygulamaları, dünyada yaygın olarak kullanılan dört temel fonlama modelinden oluşmaktadır. Bu fonlama modelleri kendi içerisinde, sonuçları itibarıyla, finansal olmayan fonlama ve finansal fonlama olarak iki başlık altında gruplanmaktadır. Finansal olmayan fonlama; bağış ve ödül-ön alım temelli fonlama uygulamalarını, finansal fonlama; hisse senedi ve borçlanma temelli fonlama uygulamalarını içerir (İşler, 2014).

#### 3.1. Bağış Temelli Fonlama

Bağış temelli kitlesel fonlama, herhangi bir getiri beklentisi olmadan başkalarına destek vermek veya sadece projeye katkıda bulunmak amacıyla sosyal motivasyon; hayırseverlik ve özgecilik temelinde gerçekleşen fonlama modelidir. Bu modelde fon sağlayıcılar kar amacı gütmeyen, hayır amaçlı destekçilerdir (Griffin, 2012; Gulati, 2014). Bu sistem Türkiye’de yasal engeller nedeniyle uygulamada önemli problemlerle karşılaşmaktadır. Zira mevcut durumda ülkemiz mevzuatı yalnızca kamu yararına uygun olarak, amaçlarını gerçekleştirmek, muhtaç kişilere yardım sağlamak ve kamu hizmetlerinden bir veya birkaçını gerçekleştirmek veya destek olmak üzere gerçek kişiler, dernekler, vakıflar, spor kulüpleri, gazete ve dergilerin yardım toplamasına izin vermekte ve bu durumda bunun dışında kalan tüzelkişi ortaklıkları (internet platformları) ve girişimcilerin yardım veya bağış toplaması da yasal düzenlemelere tabiidir (Hertlem, 2014).

#### 3.2. Ödül/Ön-Alım Temelli Fonlama

Ödül ve ön-alım temelli fonlama, kitlesel fonlamanın en yaygın şekli olup genellikle birlikte kullanılmaktadır. Bu fonlama modelinde projesi için destek isteyen girişimci, sağladığı destek karşılığında finansal değeri olmayan bir ödül sunmaktadır. Ödüller, “teşekkür ederim” telefonundan, bir T-shirt veya kitap armağanına veya bir kitabın önsözünde katkı verenlerin isimlerinin geçmesine değin geniş bir yelpazede olabilmektedir. Ön alım temelli modellerde ise kitlesel fonlamaya katılan katılımcılara, girişimcinin piyasaya süreceği ürünü ücretsiz veya daha ucuz bir fiyatla önceden satın alma hakkı verilmektedir. Örneğin ABD’de Pepple adlı saat firması e-ink ekran teknolojisi ile üretilecek olan akıllı saat projesinin Ar&Ge çalışmaları için ihtiyaç duyduğu 100.000\$’ı, ödül karşılığında kitlesel fonlama sistemini kullanarak finanse etmek istemiştir. Firma yapılan her 100\$’lık yatırım karşılığı, projenin

tamamlanması halinde fon sağlayıcıya ücretsiz bir saat verme taahhüdünü "ödül" olarak belirlemiştir.

### 3.3. Borçlanma Temelli Fonlama

Borçlanma veya kredi temelli kitlesel fonlamada girişimciler kitlelerden borç niteliğinde fon toplarlar ve belirlenen dönem sonunda faiziyle birlikte borcun geri ödenmesi yükümlülüğünü üstlenirler. "Kiva.org" gibi fakirlikle mücadele amacına hizmet eden ve gelişmemiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki girişimcilere küçük miktarlarda kredi yaratılmasına aracılık eden platformlarda, verilen borç karşılığında yatırımcının faiz istemediği de görülebilmektedir (Griffin, 2012).

### 3.4. Hisse Temelli Fonlama

Hisse senedi temelli kitlesel fonlamada, yatırımcılar fon desteğini hisse senedi veya kâr payı ödemesi karşılığında yaparlar. Buna göre başlangıç sermayesi için destek arayan girişimciler sağlanan destek karşılığında yatırımcılara işletme hissesi veya oy kullanma hakkı vermektedirler. Kabaca bakıldığında girişim sermayesi yapısı ile benzerlik gösteren hisse karşılığı kitlesel fonlamada, internet platformları ilgili projenin arzı öncesinde genellikle fona ihtiyaç duyan işletmelerden kapsamlı bir inceleme raporu (due diligence) istemekte ve bu raporu yayınlamaktadırlar. Sistemin işleyişi tek başına doğrudan platforma yatırım tutarının aktarılması ile sonlanmayıp, hisse edinimine ilişkin gerekli sözleşmelerin de imzalanmasını gerektirmektedir. Bu yöntemde internet platformları aracı konumunda olup hisse karşılığı yatırılan tutarlar bir bankadaki emanet hesapta (escrow account) tutulmakta ve internet platformunun işlemin tamamlandığına ilişkin bilgilendirmesi ve talimatı üzerine aktarımı sağlanmaktadır (Herdem 2014).

**Tablo 2: Kitlesel fonlama türlerinin karşılaştırmalı özeti**

Türü	Katkı şekli	Karşılık şekli	Yatırımcının motivasyonu
Bağış temelli	Bağış	Görünmeyen faydalar	İçsel ve sosyal motivasyon
Ödül temelli	Bağış/Ön alım	Ödüller ve görünmeyen faydalar.	İçsel ve sosyal motivasyonun birleşimi ve ödül isteği
Borç temelli	Borç	Borcun faiziyle geri ödenmesi. Sosyal motivasyonla borç verildiyse faiz istenmeyebilir.	İçsel, sosyal ve finansal motivasyonun birleşimi
Hisse temelli	Yatırım	İşletme başarılı olursa, yatırım getirisi elde edilmesi. Bazen ödül önerildiği de olur. Görünmeyen faydalar.	İçsel, sosyal ve finansal motivasyonun birleşimi

Kaynak: Collins ve Pierrakis, 2012.

Bu yapıların içinde hisse temelli kitlesel fonlama en karmaşık ve yasal altyapısı en güçlü olması gereken yatırım türüdür. Bu nedenle, bugüne kadar kitlesel fonlama modelleri içinde en yavaş gelişen mekanizma hisse temelli kitlesel fonlama olmuştur. Kitlesel fonlama türlerinin karşılaştırmalı bir özeti Tablo 2’de görülebilir.

#### **4. Kitlesel Fonlama Sürecindeki Temel Aktörler ve Motivasyonları**

Kitlesel fonlama *girişimci, kitlesel fonlama platformu ve yatırımcılar/fon sağlayıcılar* arasındaki etkileşime dayanan bir mekanizmadır.

*Yatırımcılar*; esas olarak kitlesel fonlamada projelere/girişimlere fon sağlayanlar yatırımcı geçmişi olmayan halkın içinden sıradan insanlardır. Ümit vaad ettiğini düşündükleri projelere/girişimlere küçük miktarlarda para yatırırlar. Ancak melek yatırımcı akreditasyonu veya yatırımcı özelliği olan kişiler de kitlesel fonlama yöntemini kullanarak yatırım yapabilirler. Ordanini vd.’nin (2011) çalışmasında yatırımcıların yenilikçilik yönü olan kişiler oldukları ve projeye ve/veya girişimciyle kendilerini güçlü bir biçimde özdeşleştirdikleri görülmüştür. Dünyada en çok bilinen Amerikan kökenli kitlesel fonlama platformu Kickstarter’da yatırım yapan 124 yatırımcının profiline yönelik yapılan bir çalışmada, kitlesel fonlama yoluyla projelere fon sağlayan katılımcıların %52’sinin 35 yaşın altında, %56’sının geçen 3 ayda bir veya iki kez bir projeye fon aktardıklarını, yatırımcıların ortalama yatırım miktarının 6\$ ile 50\$ arasında değiştiğini ve katılımcıların yarısına yakınının da diğer yatırımcıların görüş ve kararlarına dayanarak projelerini seçtiklerini göstermiştir (Van Wingerden ve Ryan’dan aktaran Macht ve Weatherston, 2014: 5).

Coğrafi konum açısından girişim/proje sahipleri ile yatırımcıların aynı yerde olmaları gerekmemektedir. Kitlesel fonlama platformlarının görülebildiği ve kullanılabilirdiği her yerde olabilirler. Zaten kitlesel fonlama mekanizmasının can alıcı özelliğinin potansiyel yatırımcıların coğrafi dağılımının genişliği olduğu iddia edilmektedir (Agrawal vd., 2011).

Yatırımcıların motivasyonları temelinde kitlesel fonlama modeli kullanımları farklılaşmaktadır. Finansal olmayan kitlesel fonlama modellerinde hayırseverlik, özgecilik, kendi hayatlarını ve toplumu sosyal anlamda iyileştirme fırsatı, aynı görüşteki kişileri veya belirli bir amacı destekleme isteği, işletmenin başarısına katkı yapmaktan kaynaklanan kişisel kazanım duygusu, sosyal itibar, sosyal ağlarındaki kişilerle ilişkileri güçlendirme isteği, ödül elde etme ve yeni ürünlere ücretsiz veya ucuz fiyatla erken erişim imkanı temel motivasyonlar olarak belirlenmiştir (Lambert ve Schwienbacher, 2010; Ordanini vd., 2011; Gerber vd., 2012; Burtch vd., 2013; Agrawal vd., 2013; Gulati, 2014).



Finansal kitlesel fonlama modelleri kullanıldığında ise yatırımcıların hisse sahibi olma, kar payı sağlama, faiz elde etme şeklinde ekonomik faydalarla güdülendikleri görülmüştür (Lambert ve Schwienbacher, 2010; Ordanini vd., 2011).

*Girişimci/Proje sahibi:* İş fikrini/projesini ticarileştirmek için fon toplamak amacıyla kitlelere açık çağrıda bulunan kişilerdir. Kitlesel fonlamayı tüm sektörlerden girişimciler kullanabilmektedir. Şimdiye değin, başta müzik albümü ve film çekimi olmak üzere sanat projeleri, sosyal sorumluluk projeleri ve hatta bilimsel araştırma projeleri için bile kitlesel fonlama kullanılmıştır (Gerber vd., 2012; Valanciene ve Jegeleviciute, 2013; Wash, 2013). Ancak projenin cazibesinin yenilikçilik niteliğine sahip olmasıyla arttığı özellikle belirtilmektedir (Schwienbacher ve Larralde, 2010).

Lambert ve Schwienbacher (2010) çalışmalarında kitlesel fonlamayı kullanma konusunda girişimcilerin üç temel motivasyona sahip olduklarını belirlemişlerdir. Bunlar:

- Sermaye oluşturmak
- İşletme veya proje için kamu farkındalığı yaratmak ve
- Ürün/hizmetin piyasaya sürüldüğünde kabul görüp görmeyeceğini test etmektir.

Aynı faktörler başka araştırmacıların çalışmalarında da vurgulanmıştır (Gerber vd., 2012; Gulati, 2014). Yanı sıra, kitlesel fonlama ile sermaye yaratmanın ötesinde ürün veya hizmete ilişkin değerli bilgiler üretmeniz ve dünyanın her yerinden sizin projenizle ilgilenmeye hazır yatırımcılara daha kolay ulaşabilmeniz sermaye maliyetini düşürmektedir. Sermayenin maliyetinin daha düşük olma ihtimali ise girişimcileri kitlesel fonlamaya yönlendirebilmektedir (Agrawal vd., 2013: 10-11; Gulati, 2014).

*Kitlesel fonlama platformları:* Yatırımcı ile girişimcileri birbirine bağlama amacı güden aracı niteliği taşıyan web siteleridir. Araçların rolü kitlesel fonlamanın başarısında önemlidir çünkü kitlesel fonlama sürecinin yürütülme şeklini belirleyen onlardır. Kitlesel fonlama platformlarının kuruluş amacına göre içerik ve uygulama şekilleri de farklılaşmaktadır (Ordanini vd., 2011).

Platformların başvuru ve seçim süreçleri de birbirinden önemli şekilde farklılaşabilmektedir. İnternet üzerinden sadece bir form doldurmak suretiyle başvuru yapılabildiği gibi, platform danışmanlarıyla toplantılar veya ayrıntılı özgeçmiş incelemeleri gibi daha karmaşık süreçler de görülebilmektedir. Kampanyanın süresi genellikle araçların belirledikleri süre kısıtları ile belirlenmektedir. Ayrıca, araçlar kampanya belirlenen süre sonunda başarısız olursa toplanan paranın ne yapılacağı konusunda da farklı modeller

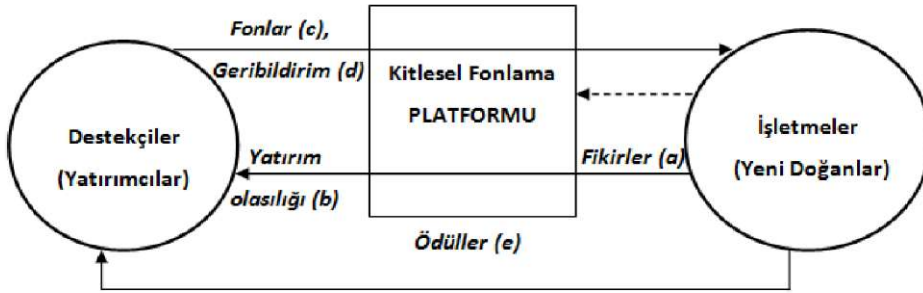
kullanılmaktadırlar. “Hepsi veya hiç” modeli, amaca ulaşılamazsa toplanan paranın yatırımcılara geri ödenmesi prensibiyle çalışırken, “hepsini tut” modeli, amaca ulaşılamazsa bile toplanan paranın girişimciye ödenmesi prensibine dayanmaktadır (Valanciene ve Jegeleviciute, 2014).

Kitlesel fonlama platformları ağırlıklı olarak kar amacı güden işletmelerdir. Çoğu, başarılı projelerden %5 ile %10 arasında komisyon ücreti almaya dayanan bir gelir modeli uygular. Bu itibarla, amaçları başarılı projelerin sayısını ve büyüklüğünü arttırmaktır. Bu, hem fon sağlayıcı hem de girişimci anlamında büyük kitleleri platformu kullanmaya çekebilmeyi, ve yüksek kaliteli projeleri çebedecek, hileleri azaltacak ve fikirlerle sermaye arasında etkili bir eşleşmeyi kolaylaştıracak bir şekilde pazarı kurgulamayı gerektirmektedir (Agrawal vd., 2013).

## 5. Kitlesel Fonlama Sürecinin İşleyişi

Kitlesel fonlama mekanizmasının temel aktörlerini oluşturan yatırımcı, girişimci ve platformlar ve bunlar arasındaki etkileşim, kitlesel fonlama sürecinin temel yapısını oluşturmaktadır (Şekil 1).

Şekil 1: Kitlesel fonlama sürecinin işleyişi



Kaynak: Valanciene ve Jegeleviciute, 2014

Kitlesel fonlama platformlarının varlığı, yeni doğan işletmelerin girişimlerini/projelerini geniş kitlelere sunmalarına ve fon talep etmelerine olanak vermektedir. Dolayısıyla **sürecin ilk adımı**, girişimcilerin girişimlerini/projelerini hazırlayacakları bir metin, çizim veya video ile girişimlerini tanıtan bir sunumu seçecekleri bir kitlesel fonlama platformuna sunmak suretiyle başvuru yapmalarından ibarettir. Girişimciler kitlesel fonlama mekanizmasını ticari amaçla girişimlerine fon yaratmak için kullanacaklarsa, girişimlerini kitleler açısından cazip kılmak için hedef pazarları, yaratacakları değer, gelir modelleri gibi stratejik bilgileri potansiyel yatırımcılarla paylaşmaları gerekli olacaktır. Ayrıca, girişimin/projenin hayata geçirilebilmesi için gerekli fon tutarının ilan edilmesi ve hedeflenen tutarın

toplanması için bir süre belirlenmesi gerekmektedir. Yine bu aşamada girişimi/projeyi destekleyecek kişilere yapacakları katkı tutarının karşılığında ellerine ne geçeceğinin de belirtilmesi gerekmektedir. **İkinci adımda** kitlesel fonlama platformu başvuruyu inceleyerek, platformda yayınlanmaya uygun olup olmadığına karar verir. Uygun bulunursa, **sürecin üçüncü adımı** girişimin/projenin platformda yayınlanması ve kampanyanın başlatılmasıdır. Böylece yatırımcılar yani kamuoyu için yayınlanan girişimlere yatırım imkanı yaratılmış olur. **Son olarak fon oluşumu ve tedariki aşaması gelir.** Yatırımcılar önerilen fikirleri inceler ve en beğendiklerini ve inandıklarını seçerek diledikleri miktarda fon yatırırlar. Ödemelere kitlesel fonlama platformu aracılık eder. Platformların alt yapıları doğrultusunda, ödemeler kredi kartı, paypal, sanal kart, EFT veya havale gibi ödeme kanalları ile yapılabilmektedir (İşler, 2014). Öngörülen sürede hedeflenen fon miktarına ulaşırsa, platform %5 ila %10 arasında değişen oranlarda komisyon bedelini keserek toplanan fonu proje sahibine öder. Bazı platformlar önceden belirlenen fon tutarının öngörülen sürede temin edilememesi halinde o zamana kadar toplanan fonları herhangi bir kesinti yapılmadan katılımcılara iade edebilmektedir. Bazı platformlar ise belirlenen süre sonunda hedeflenen fon miktarına ulaşamamışsa da komisyon keserek geri kalan miktarı proje sahibine devredebilmektedir (Collins ve Pierrakis, 2012; Valenciene ve Jegeleviciute, 2013; Macht ve Weatherston, 2014).

## 6. Yasal Mevzuata İlişkin Mevcut Durum ve Gelişmeler

Kitlesel fonlama mekanizmasının gelecekteki potansiyelini fark eden devletler, girişimcilerin kullanımını arttırmak için yasal engelleri kaldırmaya çalışmaktadırlar (Parrino ve Romeo'dan aktaran Lehner, 2013: 290).

Kuzey Amerika bölgesinde ABD kitlesel fonlama sisteminin geliştirilmesine öncülük etmektedir. ABD'de 2012 yılında çıkarılan, sermaye piyasası ve borsa kurulu SEC tarafından Nisan 2013'de onaylanan "Yeni Başlayanlar için Hızlı Başlangıç Kanunu (JOBS Act)", kitlesel fonlama sisteminin yaygınlaştırılması için önemli bir adım olmuştur (Lehner, 2013). JOBS kanunu girişimci ve küçük işletme sahiplerine firmalarının sınırlı sayıdaki hissesini büyük halk kitlelerine sosyal ağlar ve çeşitli internet platformları aracılığıyla satmalarına imkan vermektedir (Belleflamme vd., 2010). Bu yasa yürürlüğe girene değin, girişimciler akredite olmayan yatırımcılardan alenen fon talep edemiyorlardı. JOBS yasası ile akredite olan veya olmayan yatırımcılardan girişimleri için fon talep edebilir hale gelmişlerdir (Gelfond ve Foti, 2012). Ancak yasanın kitlesel fonlamaya ilişkin bölümleri şu gereklilikleri şart koşturmuştur (CATA2012'den aktaran Mitra, 2012; Gelfond ve Foti, 2012; Kitchens ve Torrence, 2012; Ergen vd., 2013; Stemler, 2013):

- (i) Firmalar 12 ay içerisinde fonlama siteleri aracılığıyla 1 milyon Amerikan dolarına kadar para toplayabilir. Eğer denetlenmiş mali bilançolarını sunarlarsa bu miktar 2 milyon Amerikan dolarına değin artırılabilir.
- (ii) Mali bilanço ifşası hissedar sayısı 1000'in altında olan girişimler için gerekli değildir.
- (iii) Yıllık geliri 100,000 doların altında olan yatırımcılar 2.000\$'a kadar veya yıllık gelirlerinin %5'i oranında yatırım yapabilirler. Yıllık geliri 100,000\$'ın üzerinde olanlar ise toplam maaşlarının %10'una kadar yatırım yapabilirler fakat 100.000\$'ı aşamazlar.
- (iv) Kitlesele fonlama yoluyla fon talebinde bulunacak olan girişimciler hisse satışını bir aracı kanalıyla yapmalıdırlar.
- (v) Girişimciler finansal ve diğer bilgileri yıllık olarak ve projenin yayınlanma zamanında hem SEC'e hem de yatırımcılara açık hale getirmelidirler.

Dolayısıyla, yatırımcılar akredite olmayabilirler ancak yıllık kazanç ya da varlıklarına göre yıllık yatırım üst limitleri ile kısıtlanmışlardır. Kitlesele fonlama açısından bakıldığında, yasa yürürlüğe girmeden evvel, bağış ve ödül bazlı çalışan mekanizma, yasayla birlikte hisse satışına ilişkin kısıtlamalar kolaylaştırılarak hisse bazlı çalışan yasal bir mekanizma haline getirilmiştir (Agrawal vd., 2013).

Kanada'da ise kitlesele fonlama ile ilgili yasal durum nedir diye bakıldığında, hisse temelli kitlesele fonlamanın henüz yasal olmadığı ancak bağış, ödül ve önalım (pre-purchase) temelinde çalışan kitlesele fonlama platformlarının ülkede yer aldığı görülmektedir (Mitra, 2012).

**Japonya'da kitlesele fonlama Mayıs 2014'te getirilen düzenleme ile yasal zemine kavuşturulmuş** böylelikle 10-50 milyon Japon Yeni sermayeli şirketlere kitlesele fon sağlanması yasal olarak mümkün hale getirilmiştir. Yatırımcıların kitlesele fonlama yöntemi ile yatırım yapma limitleri de 500.000 Japon Yeni ile sınırlandırılmıştır (Herdem, 2014).

AB'deki kitlesele fonlama uygulamalarına bakıldığında, İngiltere'nin başı çektiği bir ivme dikkati çekmektedir. İngiltere kitlesele fonlamayla ilgili düzenlemeleri 2011 yılında tamamlamış ve bu düzenlemeler sermaye piyasası kurulu olan "Financial Conduct Authority (FCA)" tarafından onaylanmıştır. CrowdCube adlı şirket FCA tarafından 2013 yılında ruhsatlandırılmış ve Birleşik Krallık'ın ilk kitlesele fonlama platformu olarak yatırımcıların hizmetine girmiştir. Nisan 2015 itibarıyla, CrowdCube 78 Milyon Pound'un üzerinde para toplamış ve 229 girişimi fonlamıştır (www.crowdcube.com).

Türkiye’de kitlesel fonlama konusunda henüz yasal bir altyapı oluşturulmuş değildir. Üstelik yeni yürürlüğe giren Türk Ticaret kanununun “sermaye piyasası kanunu hükümleri saklı kalmak kaydıyla, bir şirket kurmak veya şirketin sermayesini arttırmak amacıyla yahut vadiyle halka her türlü yoldan çağrıda bulunarak para toplamak yasaktır” (Madde 552) ve “limited şirketler en az 1 en fazla 50 ortakla kurulabilecektir” (Madde 574) maddeleri bu haliyle kitlesel fonlama uygulamasına engel teşkil etmektedir. Çünkü kitlesel fonlama halka yapılacak fon talebi çağrısına dayandığı gibi, bu yolla yüzlerce hatta binlerce ortaklı bir yapıya sahip olunabilecektir.

Şimdilik ülkemizde sadece ödül bazlı kitlesel fonlama sistemi kullanılmaktadır. Hisse ve borçlanma temelli fonlama ise bankacılık, sermaye piyasaları ve ticaret hukuku düzenlemeleri nedeniyle şu an için yasal olarak mümkün değildir (Ergen vd., 2013). Hisse bazlı sistemin işlerlik kazanabilmesi için satışın gerçekleşmesi şartlarının düzenlenmesine ihtiyaç vardır ki bu, hukuki bir hazırlık gerektirmektedir. Yani, bu konudaki gelişmeler Sermaye Piyasası Kurulunun (SPK) yasal düzenlemeler konusundaki kararına ve sürecine bağlıdır. SPK, 2014-2016 dönemi için yayınladığı Stratejik Planında kitlesel fonlama mekanizmasına da yer vermiştir. Stratejik planda kitlesel fonlamanın yer almış olması ve dünyada kitlesel fonlamanın uygulama potansiyelinin her geçen gün gerçeğe dönüşmesi, ülkemizde de ileriye dönük olarak yasal düzenlemelerin yapılması konusunda bir beklenti doğurmaktadır.

## 7. Kitlesel Fonlamanın Üstün ve Zayıf Yönleri

Kitlesel fonlamanın ilk ve en önemli üstünlüğü, fon yaratma kabiliyetleri kısıtlı olan özellikle yeni doğan ve genç girişimlerin, kuruluş ve büyüme sermayesi için ailelerine, arkadaşlarına ve kişisel kaynaklarına olan bağımlılığını kaldırarak, yeni yatırımcı tabanına, büyük kitlelere erişmelerine olanak vermesidir (Gelfond ve Foti, 2012; Griffin 2012; Macht ve Weatherston, 2014). Sistem, bu tür firmaların sermaye oluşturmasını kolaylaştırmakta ve aynı zamanda çabuklaştırmaktadır.

Diğer yandan, kitlesel fonlama, sermaye oluşumunun coğrafik sınırlarını ortadan kaldırmaktadır (Gelfond ve Foti, 2012). Geleneksel finansman kuramlarında girişim sahibiyle yatırımcı arasındaki mesafe uzaklaştıkça, iki taraf arasında etkileşim kurulamaması, kontrol kabiliyetinin azalması, bilgi toplamanın ve girdi sağlamanın zorlaşması gibi nedenlerle yatırımcının projeye yatırım yapma ihtimalinin düştüğü belirtilmektedir (Agrawal vd., 2011; Lehner, 2013). Tersine, kitlesel fonlama yatırımcıları geniş kapsamlı bir coğrafi dağılım göstermektedir. Yani proje sahipleri dünyanın her yerinden yatırımcı bulma şansına sahiptirler (Agrawal vd., 2011). Üstelik, Agrawal vd. (2011) Sellaband platformuna yatırım yapan tüketicilerin coğrafi konumlarını incelemiş ve girişimci ile yatırımcı arasındaki ortalama uzaklığın

4800 km ye çıkmış olduğunu tespit etmişlerdir. Bunun geleneksel kuramlarda vurgulanan coğrafi yakınlığın rolünü azalttığı iddia edilmiştir.

Kitlese fonlama büyük sayılarda potansiyel yatırımcıya ulaşmanın en etkili yolu olup, zaman alıcı bir süreç olan yatırımcı arama, ilişki kurma, ikna etme sürecini kolaylaştırmaktadır (Macht & Weatherston, 2014). Girişime/projeje gerçekten ilgi duyan yatırımcıların yatırım yapmasını sağlamaktadır. Fon sağlayıcıların geri bildirimleri, ürün modifikasyon önerileri gibi bilgi üretme kabiliyetinin yüksek oluşu da cazip bir yönüdür. Tüm bu faktörler kitlese fonlamayı kullanmayı seçen girişimciler için sermaye maliyetini düşürmektedir (Agrawal vd., 2013; Gulati, 2014)

Kitlese fonlama ile girişimciler, pazara sunmadan evvel ürün veya hizmetlerine ilişkin pazar potansiyelini test etme ve tüketiciler arasında farkındalık yaratma şansına sahip olurlar (Belleflamme vd., 2010; Macht ve Weatherston, 2014; Burtch vd., 2013). Ürün veya hizmet pazara sürüldükten sonra ise fon sağlayıcılar gerçek tüketicilere dönüşebilir ve eğer girişimin hissedarlarından biri olduysalar, bilgi yayma işlevini de üstlenebilirler ki bu, şirketlerin pahalı reklam kampanyaları ile hedefledikleri sonuçtur (Schwienbacher ve Larralde, 2010).

Öte yandan, girişimin kitlese fonlama yoluyla kitlelerden onay aldığını görmek, melek yatırımcı ve risk sermayesi şirketleri için girişimin cazibesini arttıran bir faktör olabilir. Melek yatırımcılar ve risk sermayedarları bunu, piyasada kendini kanıtlama ve dolayısıyla riskin azalması olarak görebilmektedirler (Valanciene ve Jegeleviciute, 2013: 601). Bu açıdan, kitlese fonlama ilerideki fonlama imkânlarını kolaylaştırabilen bir mekanizma olarak da görülebilmektedir (Macht ve Weatherston, 2014: 8).

Önemli üstünlükleri ve gelişme potansiyeline rağmen, kitlese fonlama mekanizmasının iyileştirilmeye açık unsurları da yok değildir.

Girişimcilik süreci genellikle yeni bilgiler ışığında planların değiştirilmesini gerektirir, fakat kitlese fonlamayla fonlanan girişimler bu yetenekten yoksundurlar çünkü girişim sürecinin henüz en başında belirledikleri bütçeyi kullanarak projelerine fon ararlar. Hâlbuki işletmenin hayata geçirilmesi ve büyümesi için gerekli fon miktarının kesin olarak önceden tahmin edilmesi çok zordur. Bu, kitlese fonlama projelerinin gecikme hatta başarısızlık riski taşıdığını akla getirmektedir (Mollick, 2014: 11).

Kitlese fonlama sonrası, gerçek hissedarların sayısı potansiyel olarak binlerce olabilir. Üstelik bu kişilerin büyük bir kısmı deneyimsiz ve profesyonel olmayan yatırımcılardır. Bu kadar çok sayıda kişiyi yönetmek, onlarla ilişki kurmak zaman alıcı ve sıkıntı vericidir (Collins ve Pierrakis, 2012; Kitchens ve Torrence, 2012; Agrawal vd., 2013: 17). Binlerce bilinmeyen yatırımcı binlerce farklı beklenti ve bu

beklentileri karşılanmazsa firma aleyhine gelişebilecek tavırlar demektir (Schwienbacher ve Larralde, 2010; Gelfond ve Foti, 2012). Dolayısıyla kitlesel fonlamayı kullanma kararından önce girişimciler, kontrolü muhafaza etmelerine imkan verecek bir örgüt yapısına ve ilgili stratejilere karar vermelidirler (Gelfond ve Foti, 2012).

Kitlesel fonlamada yatırımcıların sunulan projeye fon sağlaması, girişimcinin işi ve piyasaya sunmak istediği ürün/hizmetle ilgili kitlesel fonlama platformunda sunacağı bilgilere dayanır. Özellikle hisse temelli kitlesel fonlamada sunulan bilgi ne kadar zengin; iş fikrini, ürün/hizmetin yenilikçi yönünü, gelir modelini, ne kadar iyi anlatırsa, yatırımcının gözünde o derece cazip hale gelir. Ancak bu bilgi ifşası, fikri hakların korunması ile ilgili problemler doğurabilir ve girişimcilerin rakiplerin platformlarda yayınlanan iş fikrine ilişkin bilgilere erişebilecekleri konusunda endişelenmelerine yol açabilir (Schwienbacher ve Larralde, 2010; Agrawal vd, 2013: 16; Gulati, 2014: 8).

Diğer yandan kitlesel fonlama kullanımı, girişimcileri melek yatırımda veya girişim sermayesinde görülen değerli mentörlük sürecinden yoksun bırakabilir. Melek yatırımcılar ve girişim sermayesi, girişimcilere sermayenin yanı sıra, genç bir firmanın büyümesi için hayati önem taşıyan mentörlük, endüstri bilgisi, statü, sosyal ağlara erişim gibi ek değerler de yaratırlar (Agrawal vd., 2013). Bunlar, küçük bir işletmenin işler zorlaştığında ayakta kalmasını sağlayacak görünmeyen varlıklardır. Kitlesel fonlamada girişimcilerin bu tür kaynaklara erişimleri kısıtlıdır.

Konuya fon sağlayıcıların açısından bakıldığında ise, girişimci veya proje sahiplerinin, girişimlerini/projelerini başarılı bir şekilde gerçekleştirememeleri veya gecikmeleri riski; her ne kadar platformlar hileli durumların oluşmaması için başvuru sürecinde çeşitli filtre mekanizmaları kullanıyor olsalar da, halkı kandırmak amaçlı sahte girişimlere/projelere para yatırma riski gibi durumlar dezavantaj yaratabilecek konulardır (Agrawal vd., 2013: 19; Gulati, 2014; Valanciene ve Jegeleviciute, 2013).

## **8. Dünya’da ve Türkiye’de Kitlesel Fonlama Pazarının Mevcut Durumu ve Gelişimi**

Geçmişine bakıldığında kitlesel fonlamanın, tek bir platformun hâkimiyetinde olduğu görülür. Sellaband, 2006 yılında Amsterdam’da kurulmuş, sadece müzikle ilgili projeleri kabul eden bir platformdur. Onu 2009’da New York’da kurulan daha geniş kapsamlı yaratıcı projeleri de kabul eden Kickstarter izlemiştir. Bu platformlardan hiçbirisi hisse temelli olarak çalışmamaktadır (Agrawal vd., 2013). Sellaband platformunun kuruluşundan bugüne kitlesel fonlama sisteminin hem devletler hem de kamuoyu nezdinde tanınırlığının artmasına paralel olarak aracı

platformların sayısı da artmış ve 2012 yılı itibariyle aktif olarak çalışan platform sayısı 454'e ulaşmıştır (www.statista.com). 2012 yılında 1 milyondan fazla proje başarılı şekilde fonlanmıştır. Diğer yandan, kitlesel fonlama yoluyla yaratılan fon miktarı 2011 yılında 1.5 milyar\$ iken, bu rakam 2012 yılında 2.7 milyar\$, 2013 yılında ise 5.1 milyar\$ olarak gerçekleşmiştir (www.crowdsourcing.org). Kitlesel fonlama global bir fenomen haline gelmesine rağmen şu anda toplam pazarın %95'ine Kuzey Amerika ve Avrupa'nın hakim olduğu görülmektedir (Gulati, 2014; The World Bank Report, 2013). Özellikle gelişmekte olan ülkelerde emekleme dönemindedir. Ancak önemli bir pazar potansiyelinin varlığı yadsınamaz. Öngörülere göre gelişmekte olan ülkelerde 344 milyon hane halkı küçük kitlesel fonlama yatırımı yapabilir durumdadır. Dünya Bankası'nın raporuna (2013) göre ise 2025 yılında 96 milyar\$'a erişmesi öngörülen kitlesel fonlama pazarının, dünya risk sermayesi toplam hacminin 1.8 katı büyüklüğünde bir gelişim göstermesi beklenmektedir.

Dünyanın en bilinen kitlesel fonlama platformu olan Kickstarter'ın son 5 yıllık verileri, bu sistemin gelişim süreci ve potansiyelini özetlemektedir. 2010 yılında 27.638.318\$'lık bir fon yaratımına aracılık eden platformda, 2014 verilerine göre 22.252 proje için 529.000.000\$'lık bir fon yaratılmıştır (www.crowdsourcing.org). Kickstarter aynı zamanda Forbes'in en iyi 10 kitlesel fonlama platformu listesinde de ilk sırada gelmektedir. Kickstarter dışında bu listede Indiegogo, Crowdfunder, RocketHub, CrowdRise, Somolend, Appbackr, Angellist, Invested.in ve Quirky platformları yer almaktadır.

Şu anda kitlesel fonlama sistemi yoluyla dünyada en fazla fon toplamış olan proje StarCitizen projesidir. StarCitizen bir video oyunu projesidir. Proje belirli dönemlerde hem Kickstarter aracılığıyla hem bağımsız olarak şimdiye değin 72.188.761\$ fon toplamıştır. Bu miktar kitlesel fonlama ile ulaşılan en yüksek fon miktarıdır (<https://robertsspaceindustries.com/funding-goals>). Bu projeyi sağlanan fonun büyüklüğü bakımından izleyen projeler (wikipedia.org):

Ethereum, sanal bir ödeme ağı ve para birimi protokolü ve platformudur. Bitcoin aracılığıyla, aynı zamanda bağımsız olarak da şimdiye değin 18.441.318\$'lık bir fon toplamıştır.

Cooler ürününü elde taşınabilir boyutlarda bir soğutucudur. Ürün tasarımı için gereken fonu kitlesel fonlama ile elde etmiştir. Şu anda Kickstarter aracılığıyla en fazla fon yaratmış proje ünvanını taşımaktadır. İşletme, kitlesel fonlama ile toplam 13.285.226\$'lık bir sermaye elde etmiştir.

Cooler rekoru ele geçirmeden önce ise Kickstarter platformunda gelmiş geçmiş en fazla destek toplayan ürün, akıllı saat Pepple idi. Pepple, e-ink ekran-gün ışığında ekranı yüzde yüz görünür- teknoloji ile üretilecek akıllı saat projesi için tüm dünyadaki destekçilerden toplam 10.266.845\$'lık bir fon sağlamıştır.



## 8.1. Türkiye’de Kitlesel Fonlama

Kitlesel fonlama ülkemizde hem platform kurmak isteyen kişilerin, hem de girişimci ve proje sahiplerinin hızla artmasıyla gittikçe daha fazla ilgi çeker hale gelmiştir. Ancak henüz yurtdışındaki uygulamaların hacim ve etkililik düzeyine erişmek açısından yolun başındadır.

Ülkemizde şu anda ödül temelli kitlesel fonlama yapılabilmektedir. Bu kategorilerde faaliyet gösteren 4 kitlesel fonlama platformu mevcuttur. Bunlar; fongogo.com, fonlabeni.com, biayda.com, crowdfon.com’dur. Bu platformlar gerek yasal altyapı eksiklikleri gerekse girişimci ve kamuoyu tarafından bilinirliklerinin zayıf olması nedeniyle gelişme sürecindedirler. Buna rağmen bu dört platformun bugüne değin çeşitli projelere 2529 yatırımcıdan toplam 406.523 TL fon yaratmış olduğu görülmektedir.

Fongogo platformunda hedefledikleri rakama ulaşarak başarılı olmuş projelere 1136 yatırımcının katkılarıyla toplam 248.487 TL fon yaratılmıştır. En yüksek fonlamanın *SineMasal* adlı projeye yapıldığı, projenin 240 kişi tarafından desteklenerek 81.020 TL fon topladığı ve hedeflediği rakamı aşarak başarılı olduğu görülmektedir. Proje, sinemayı ve sanatı kırsalda yaşayan çocuklar başta olmak üzere halka ulaştırmayı hedeflemektedir.

Fonlabeni platformunda ise başarılı projeler 409 yatırımcının katkılarıyla toplam 38.990 TL fon yaratabilmişlerdir. *Nöbetçi Kütüphane* adlı proje 55 destekçiden toplanan fonlarla 5027 TL’ye ulaşmıştır. Nöbetçi Kütüphane projesi acil durumlarda ve akşamları ziyaret edilebilecek, şehrin diğer kütüphaneleri kapalıyken de açık olacak bir kütüphane projesidir.

Biayda platformunun en başarılı fon toplama çalışması *Zumbara: Zaman Kumbarası* projesine aittir. 2013 yılında 85 yatırımcıdan 9485 TL toplayarak başarıya ulaşmıştır. Zumbara, para yerine zamanın kullanıldığı bir sosyal paylaşım ağı, alternatif ekonomi deneyi projesidir. Biayda platformunda bugüne değin 555 yatırımcının katkılarıyla toplam 46.964 TL fon yaratılmıştır.

Crowdfon platformunda *Ekümenopolis* Sinema Filmi ve İnternet dağıtım projesi 212 destekçinin yatırdığı 19.890 TL ile platformun en yüksek fonlamasına ulaşmıştır. Platformun başarılı projelerinin 621 yatırımcının katkılarıyla toplam 81.002 TL fon yaratmış olduğu görülmüştür.

Hisse veya borç temelli kitlesel fonlama ise yasal altyapı eksikliği nedeniyle henüz işlerlik kazanmış değildir. Ancak ülkelerin yasal mevzuatlarının incelendiği bölümde de belirtildiği gibi, SPK’nın 2014-2016 dönemi Stratejik Planında kitlesel fonlamaya değinilmiş olması ileriye dönük olarak konunun incelenerek gerekli mevzuatın hazırlanabileceğinin sinyallerini vermektedir.

## 9. Başarı Kriterleri

Kitlesel fonlama sisteminin başarısı, hem makro politikalar doğrultusunda ülke genelinde uygulanabilirliği ile ilgili faktörler hem de sistemin işleyişiyle ilgili faktörler açısından değerlendirilebilir.

Bir ülkedeki girişimcilik ekosisteminin yerleşikliği ve gelişmişliği, kitlesel fonlama sisteminin başarısının temelini oluşturmaktadır. Buna göre; girişimciliği destekleyici bir kültür, devletin girişimciliği kolaylaştıran politika, düzenleme ve liderliği, uygun finansal kaynakların varlığı, kaliteli insan sermayesi, altyapı olanakları ve destekleyici kurumlar gibi unsurlardan her biri kitlesel fonlama için bir başarı kriteri niteliği taşıyabilir. Örneğin, özellikle yeni doğan ve küçük işletmelere yatırımı desteklemek için kitlesel fonlama yatırımının ülkelere özgü yasal çerçevesinin belirlenmesi bir ihtiyaçtır. Fikri ve sınai mülkiyet haklarının korunması hususundaki hukuki düzenlemeler kitlesel fonlama sisteminin işleyişini kolaylaştırmaktadır. Teknolojik altyapı olanaklarının varlığı da kitlesel fonlama için vazgeçilmezdir. Kitlesel fonlama sisteminin çalışması için bireylerin mobil veri ağlarına ve güvenilir geniş bant Internet'e erişimlerinin olması gerekir. Kitlesel fonlamaya konu olacak projelerin oluşturulması; o ülkedeki yenilikçiliğin ve yaratıcılığın desteklenmesiyle, yenilikçi fikirlerin üretiminin çokluğuyla, ülkede yaşayan bireylerin girişimciliği toplumsal bir değer olarak benimsemesiyle, hatalara ve başarısızlığa toleransın yüksekliği ile, daha geniş bir ifadeyle girişimcilik kültürüyle doğrudan ilişkilidir.

Kitlesel fonlama sisteminin işleyişi açısından bakıldığında, girişimcilerin fon yaratma başarısının sosyal ağlarının genişliğine, talep ettikleri sermayenin miktarına ve projelerinin kalitesine bağlı olduğu görülmektedir (Mollick, 2014; Gerber vd., 2012; Ahlers vd., 2013). Mollick (2014) kitlesel fonlama olgusunun temel dinamiklerini anlamak amacını taşıyan görgül çalışmasında, o dönemdeki en büyük kitlesel fonlama platformu olan Kickstarter verilerini kullanmıştır. Bu çalışmaya göre, girişimcilerin hedefledikleri fon miktarı ne kadar küçükse hedefe ulaşmada o derece başarılı oldukları görülmüştür. Aynı şekilde girişimcilerin sosyal ağları genişse ve projeleri ne kadar iyi hazırlanmış ve detaylandırılmışsa başarı şansları o derece artmaktadır. Girişimcinin sosyal ağları kullanım becerisi de girişimin/projenin geniş kitlelere duyurulmasında önemlidir. Projenin kalitesi ise, platformlarda gerçekleştirilen sunumun profesyonelliği ve cezbediciliği kadar, potansiyel yatırımcılara sunulan bilginin derinliği, açık, anlaşılır ve güncel oluşuyla ilgilidir (Ahlers vd., 2013; Joenssen vd., 2014). Ayrıca projenin başlama hızı da literatürde kitlesel fonlamanın başarısını etkileyen bir faktör olarak ele alınmaktadır. Kitlesel fonlama platformunda sunulduktan sonra hızlı bir başlangıç yapan projelerin yavaş başlayanlara göre daha fazla fonlanma ihtimali vardır. Örneğin, proje yayınlandıktan bir hafta sonra fon hedefinin %50'sine ulaşıldıysa, projenin hedeflenen fona ulaşma ihtimali yükselmektedir (Wash, 2013). Girişimin/projenin iyi bir iş fikrinin üzerine kurgulanmış olmasının yanı sıra, bu fikrin ardında yatan bir hikayenin varlığı,

girişimcinin projenin gerçekleştirilmesi konusundaki tutkusu ve heyecanı ve bunların yansıtılması yoluyla kitlelerle kurulan duygusal bağ da başarıyı getiren unsurlardan sayılabilir.

## 10. Sonuç ve Değerlendirme

Bir ülkedeki girişimcilik ekosisteminin ana boyutlarından biri finansman olanakları, ana aktörlerinden biri de yatırımcılardır. Yatırımcı seçenekleri genellikle yeni doğan ve genç işletmeler açısından sınırlıdır. Dar finansman yapısı, doğal olarak girişimcilerin hareket alanını daraltmakta ve işletmeleri finansman bulma konusunda zora sokmaktadır. Girişimcilik ekosisteminin finansman boyutu açısından mevcut seçeneklerin artırılmasına, yeni fırsatların ise özenle incelenip, ülkelerdeki uygulanabilirlik şartlarının sağlanmasına ihtiyaç vardır. Aksi takdirde bu dar oyun alanında yeni girişimlerin yaşam olanağı bu olması zor görünmektedir.

Kitlesel fonlama bu dar oyun alanını genişletme iddiasıyla gündeme gelen özellikle yeni doğan ve genç işletmeler için alternatif bir finansman yöntemi olarak anılmaktadır. Bunun en önemli nedeni, girişimcilik ekosisteminin yatırımcı ayağını zenginleştirecek bir öneri sunuyor olmasıdır. Bu öneri; yatırımcılığı seçkin bir grubun tekeline çıkarıp, herkesin yatırımcı olabileceği bir dünya öngörüsüdür. Ayrıca, kitlesel fonlamanın yeni işlerin yaratılması, ekonomik gelişim ve yenilikçiliği destekleme potansiyeli özellikle vurgulanan nitelikleridir. Kitchens ve Torrence (2012) ekonomik gelişmenin yenilikçilikle, yenilikçiliğin deneme ile, denemenin de kitlesel fonlama ile hareket kazandığını belirtmektedir.

Kitlesel fonlama mevcut haliyle en sık ticari amaç taşımayan sosyal projelerin fonlanmasında kullanılmaktadır. Dolayısıyla ödül ve bağış temelli kitlesel fonlama türleri bütün dünyada hali hazırda en çok fon yaratan modellerdir. Ancak yasal düzenlemelerini tamamlayan ülkelerde finansal nitelikteki projelerin de potansiyel yatırımcılara sunulduğu ve hisse veya borçlanma karşılığı yapılan yatırımların da hız kazandığı görülmektedir. Ülkemizde ise yasal mevzuatın hazır olmaması nedeniyle finansal nitelikteki kitlesel fonlama uygulamaları işler değildir. Bağış temelli kitlesel fonlama da hukuki problemlerle karşılaştığından sadece ödül temelli sistemin uygulanabilirliğinden söz edilebilir.

Kitlesel fonlama sistemi, temel aktörlerini oluşturan yatırımcı, girişimci ve platformlar açısından bazı avantaj ve dezavantajları da beraberinde getirmektedir. Sistem, yatırımcı çeşitliliğini arttırmanın yanı sıra dünyanın her yerinden potansiyel yatırımcılara ulaşma şansını yaratmaktadır. Zaman alıcı bir süreç olan yatırımcı arama, ilişki kurma, ikna etme sürecini kolaylaştırmaktadır. Kitlesel fonlama ile girişimciler, pazara sunmadan evvel ürün veya hizmetlerine ilişkin pazar potansiyelini test etme ve tüketiciler arasında farkındalık yaratma şansına sahip

olmaktadırlar. Bu güçlü yönlerine rağmen, çok sayıda yatırımcının yönetilmesindeki zorluklar, gerçek yatırımcıların sağladığı mentörlük sürecinden mahrumiyet, projelerin gerçekleştirilememesi veya gecikmesi riski, sahte projelere para yatırılması riski gibi iyileştirilmeye açık unsurları söz konusudur.

Hayli kısa bir geçmişi olmasına rağmen, kitlesel fonlama gösterdiği gelişim ve taşıdığı potansiyel nedeniyle tüm ülkelerin finansal pazarlarına yeni bir soluk getirmiştir. Bu nedenle de gittikçe artan sayıda ülkenin kitlesel fonlamanın uygulanabilirliği önündeki engelleri kaldırmak için harekete geçtiği görülmektedir. Kitlesel fonlama sisteminin yayılması ve yasal mevzuatın tamamlanması konusunda başı ABD ve İngiltere çekmektedir. K.Amerika ve Avrupa'da hızla yayılan kitlesel fonlama, henüz diğer kıtalarda ve gelişmekte olan ülkelerde istenen ivmeyi yakalayabilmiş değilse de, ilginin her geçen gün arttığı söylenebilir.

Gelişen ekonomilere sahip ülkeler yenilik ve büyümeyi teşvik etmek için kitlesel fonlamanın gücünden yararlanabilirler. Fakat bunun için yerleşik anlayış ve uygulamaları, yasal politikaları ve gerekli teknik altyapıyı iyi analiz etmeye, anlamaya ve uygulamaya ihtiyaç vardır. Bu süreci başarıyla yöneten gelişmekte olan ülkeler, girişimciliği kolaylaştıran erken dönem finansmanı uygulamalarını benimseyerek ve yeni endüstrilerin doğuşunu destekleyerek girişimcilik alanında rekabet gücü kazanabilirler.

## Kaynaklar

- Agrawal, A, Catalini, C., ve Goldfarb, A. (2011). The Geography of Crowdfunding, NBER Working Paper 16820. <http://www.nber.org/papers/w16820>. (Erişim: 15.10.2014)
- Agrawal, A, Catalini, C., ve Goldfarb, A. (2013). Some Simple Economics Of Crowdfunding, NBER Working Paper 19133. <http://www.nber.org/papers/w19133>. (Erişim: 15.10.2014)
- Ahlers, G. K.C., Cumming, D. J., Guenther, C., ve Schweizer, D. (2013) Signaling in Equity . <http://ssrn.com/abstract=2362340>. (Erişim: 10.10. 2014).
- Belleflamme, P., Lambert, T., ve Schwienbacher, A. (2010). Crowdfunding: An Industrial Organization Perspective, [http://economix.fr/pdf/workshops/2010\\_dbm/Belleflamme\\_al.pdf](http://economix.fr/pdf/workshops/2010_dbm/Belleflamme_al.pdf) . (Erişim: 15.10.2014).
- Belleflamme, P., Lambert, T., ve Schwienbacher, A. (2013). Individual crowdfunding practices, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 15:4, 313-333.
- Belleflamme, P., Lambert, T., ve Schwienbacher, A. (2014). Crowdfunding: tapping the right crowd, *Journal of Business Venturing*, 29, 585-609.
- Burtch, G., Ghose, A., ve Wattal, S., (2013). An Empirical Examination Of The Antecedents And Consequences Of Investment Patterns In Crowd-funded Markets. *SSRN Electronic Journal*. (Erişim: 20.11.2014)
- Collins, L., ve Pierrakis, Y. (2012). The Venture Crowd. NESTA Report, July. [http://www.nesta.org.uk/sites/default/files/the\\_venture\\_crowd.pdf](http://www.nesta.org.uk/sites/default/files/the_venture_crowd.pdf). (Erişim: 19.10.2014).
- Cosh, A., Cumming D., ve Hughes A. (2009). Outside Entrepreneurial Capital. *Economic Journal*, 119, 1494-1533.
- EBAN, Statistic Compendium Report, (2014). <http://www.eban.org/wp-content/uploads/2014/09/13.-Statistics-Compendium-2014.pdf>. (Erişim: 20.12.2014)
- Ergen, M., Lau, J., ve Bilginoğlu, K. (2013). Dağıtık Girişimci Sermayesi: Kitle Fonlaması, <http://incubation.ku.edu.tr/en/wp-content/uploads/2014/02/DagitikGirisimciSermayesi-2.pdf>. (Erişim: 10.10.2014).

Fink, A. (2012). Protecting the Crowd and Raising Capital Through the JOBS Act, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2046051](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2046051) (Erişim: 15.04.2015).

Fisch, J. (1998). Can Internet offerings bridge the small business capital barrier? *The Journal of Small and Emerging Business Law*, 2, 57-90.

Gelfond, S.H., ve Foti, A.D. (2012). US\$500 and a click: investing the “crowdfunding way”, *Journal of Investment Compliance*, 13(4), 9-13.

Gerber, E.M., Hui, J.S., ve Kuo, P. (2012). Crowdfunding: Why People Are Motivated to Post and Fund Projects on Crowdfunding Platforms. [http://www.juliehui.org/wp-content/uploads/2013/04/CSCW\\_Crowdfunding\\_Final.pdf](http://www.juliehui.org/wp-content/uploads/2013/04/CSCW_Crowdfunding_Final.pdf). (Erişim: 15.10.2014).

Griffin, Z. (2012). Crowdfunding: Fleecing the American Masses . *Case Western Reserve Journal of Law, Technology & the Internet*. <http://ssrn.com/abstract=2030001>. (Erişim: 15.10.2014).

Gulati, S. (2014) Crowdfunding: A Kick Starter for Startups, Special Report TD Economics, [www.td.com/economics](http://www.td.com/economics). (Erişim: 04.11.2014)

Hazine Müsteşarlığı Bireysel Katılım Sermayesi İlerleme Raporu-Aralık (2014)

<http://www.hazine.gov.tr/File/?path=ROOT%2FDocuments%2FGenel+%C4%B0%C3%A7erik%2FBKS%2FARALIK+2014.pdf> (Erişim: 20.12.2014)

Herdem, ř. (2014). Turkey: Girişimcilikte Finansmanin Yeni Yüzü: Kitlesele Fonlama(Crowdfunding).

<http://www.mondaq.com/x/345614/Corporate%20Commercial%20Law/Girişimcilikte%20Finansmanin%20Yeni%20Yz%20Kitlesele%20Fonlama%20Crowdfunding>. (Erişim: 10.12. 2014).

Howe, J. (2006). The Rise of Crowdsourcing. *Wired Magazine*,14, 6,

<http://www.wired.com/wired/archive/14.06/crowds.html> (Erişim: 20.12.2014)

Irwin, D., ve Scott, J.M. (2010). Barriers faced by SMEs in raising bank finance. *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, 16(3), 245-259.

İşler, S.T. (2014). Modern Finansmanda Yeni Bir Dönem: Kitlesele Fonlama-Crowdfunding. *Gösterge, Sonbahar*, 51-65.

- Joenssen, D.V., Michaelis, A., Müllerleile, T. (2014) A Link to New Product Preannouncement: Success Factors in Crowdfunding, SSRN:<http://ssrn.com/abstract=2476841> (Erişim: 15.11.2014).
- Kitchens, R., P.D. Torrence P.D. (2012). The JOBS Act – crowdfunding and beyond. *Economic Development Journal*, 4, 42–47.
- Kleemann, F., Voß, G.G., ve Rieder, K. ( 2008). Un (der) Paid Innovators: The Commercial Utilization of Consumer Work Through Crowdsourcing. *Science, Technology & Innovation Studies*, 4 (1): 5–26.
- Lambert T., ve Schwienbacher, A. (2010). An emprical anlysis of crowdfunding. <http://www.crowdsourcing.org/document/an-empirical-analysis-of-crowdfunding-/2458>. (Erişim: 04.11.2014).
- Lehner, O.M. (2013) Crowdfunding social ventures: a model and research agenda, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 15(4), 289-311.
- Macht S.A., ve Weatherson, J. (2014). The Benefits of Online Crowdfunding for Fund-Seeking Business Ventures. *Strategic Change*, 23, 1-14.
- Mitra, D. (2012). The Role of Crowdfunding in Entrepreneurial Finance. *Delhi Business Review*, 13(2), 67-72.
- Mollick, E. (2014). The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. *Journal of Business Venturing*, 29, 1-16.
- Morduch, J. (1999). The MicroFinance Promise. *Journal of Economic Literature*, 37, 1569-1614.
- Nieder, S., ve VanDijck, (2010) Wisdom of the crowd or technicity of content? Wikipedia as a sociotechnical system, *New Media & Society*, 12(8), 1368-1387.
- Ordanini, A., Meceli, L., Pizzeti, M., ve Parasuraman, A. (2011). Crowdfunding: Transforming customers into investors through innovative service platforms. *Journal of Service Management*, 22(4), 443-470.
- Pazowski, P., ve Czudec, W. (2014). Economic Prospects and Conditions of Crowdfunding, management. *Knowledge and Learning International Conference*, 25-27 June 2014, Slovenia.

Schwienbacher, A., ve . Larralde B. (2010). Crowdfunding of small entrepreneurial ventures. In *The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance*, edited by Douglas Cumming, 369–392. Oxford: Oxford University Press.

Silver, L., Berggren, B., ve Fili, A. (2013). Increasing the heterogeneity and competition of early stage financing: An analysis of the role of crowdfunding in entrepreneurial ventures. *International Journal of Social, Management, Economics and Business Engineering*, 7(1), 108-112.

Stemler, A.R. (2013). The JOBS Act and crowdfunding: Harnessing the power-and money-of the masses. *Business Horizons*, 56, 271-275.

Surowiecki, J. (2009) *Kitlelerin Bilgeliği*, Çev. Osman Deniztekin, Varlık Yayınları, 1. Basım, İstanbul.

The World Bank Report (2013) *Crowdfunding's Potential for the Developing World*. infoDev, Finance and Private Sector Development Department. Washington, DC: World Bank.

Valanciene, L., ve Jegeleviciute, S. (2013) *Valuation of Crowdfunding: Benefits and Drawbacks*, *Economics and Management*, 18(1), 39-48.

Valanciene, L., ve Jegeleviciute, S. (2014). Crowdfunding for creating value: stakeholder approach. 19th International Scientific Conference; *Economics and Management , Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 156, 599-604.

Wash, R. (2013). The value of completing crowdfunding projects. *Proceedings of the Seventh International AAAI Conference on Weblogs and Social Media*. <http://www.rickwash.com/papers/donors-choose-icwsm.pdf>. (Erişim:05.10.2014)

Rock The Post Report (2013), *What Angel Investors Know About Startup Investing That You Don't*, <https://onevest.com/cdn-static/files/reports>. (Erişim: 24.10.2014)

<https://robertspaceindustries.com/funding-goals>. (Erişim: 25.12.2014)

[www.crowdsourcing.org/research](http://www.crowdsourcing.org/research) (Erişim: 25.12.2014)

[www.forbes.com](http://www.forbes.com) (Erişim: 25.12.2014)

[www.statista.com](http://www.statista.com) (Erişim: 25.12.2014)

[en.wikipedia.org/wiki/List\\_of\\_highest\\_funded\\_crowdfunding\\_projects](http://en.wikipedia.org/wiki/List_of_highest_funded_crowdfunding_projects)

[www.fongogo.com](http://www.fongogo.com) (Erişim: 25.12.2014)

[www.biayda.com](http://www.biayda.com) (Erişim: 25.12.2014)

[www.crowdfon.com](http://www.crowdfon.com) (Erişim: 25.12.2014)

[www.fonlabeni.com](http://www.fonlabeni.com) (Erişim: 25.12.2014)

[www.crowdcube.com](http://www.crowdcube.com) (Erişim: 15.04.2015)