

INTERNATIONAL JOURNAL OF  
ISLAMIC ECONOMICS AND  
FINANCE STUDIES



*Uluslararası İslam Ekonomisi ve Finans  
Araştırmaları Dergisi*

July 2017,  
Vol:3, Issue:2

Temmuz 2017,  
Cilt:3, Sayı: 2

e-ISSN: 2149-8407

p-ISSN: 2149-8407

journal homepage: <http://ijisef.org/>



**Bir İslami Finansman Aracı Olarak Girişim(Risk) Sermayesi Finansman  
Yöntemi: İşleyişi, Finans Sistemimize Katkıları**

**M. Kemalettin Çonkar**

*Prof. Dr. Afyon Kocatepe Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü,  
conkar@aku.edu.tr*

Doi: 10.25272/j.2149-8407.2017.3.2.05

**ÖZET**

Girişim sermayesi finansman yöntemi (Venture Capital), dinamik ve yaratıcı ancak finansal açıdan yeterli imkanlara sahip olmayan girişimcilerin, başarı ihtimali yüksek yatırım fikirlerini gerçekleştirmelerine katkıda bulunmak amacıyla yönelik bir finansman yöntemidir. En geniş uygulama alanını ABD’de bulan yöntem Avrupa ve Japonya’da da ciddi ölçüde yaygınlık kazanmıştır. Ancak ülkemiz finans sisteminde ciddi bir yer tutabilmiş değildir.

**Anahtar Kelimeler:**

*Girişim Sermayesi,  
Girişimci, Menkul  
Kıymetler Borsası.*

**Keywords:** *Venture  
Capital, Entrepreneur,  
Securities Market.*

Tebliğde öncelikle yöntemin temel özellikleri ve finansal sisteme yapabileceği başlıca katkılar özetlenmiştir. Daha sonra yöntemin işleyişi ve tarafları ana hatlarıyla tanımlanmıştır. Açıklamalardan görüleceği gibi bu finans yöntemi, ülkemizdeki İslami finans kuruluşları olarak kabul ettiğimiz Katılım Bankalarının uygulamasında çok ağırlıklı yer tutan “üretim desteği” (murabaha) yöntemine göre çok daha İslami, hatta tereddütsüz İslami bir yöntemdir. Son olarak yöntemin ülkemizde ne ölçüde yaygınlık kazandığı incelenmiş, başarıyla işleyebilmesi ve yaygınlaşmasının başlıca koşulları ise sadece özetlenmiştir.

ABSTRACT

© 2017 PESA All rights reserved

Venture capital financing method is a financing method which aim stocontribute to carry out the high success potential investment ideas of entrepreneurs who are dynamic and creative but lack of enough financial opportunities. The most extensive application area of this method is in United States but it also gains wide prevalence in Europe and Japan, seriously. However, this method has not occupied an important place in our country's finance system.

Inthepaper, key features of the method and its essential contribution to the financial system are summarized at first. Then, the way venture capital system operates and the parties involved in the system are introduced in a broader context. As explained, this financing method seems to be more in line with Islamic approach and rules than "production support" (murabaha) which has an important place in the context of Participation Banks that are accepted as Islamic Financial Institutions in ourcountry. Lastly, to what extent the method gains prevelancy is examined and essential conditions for successful functioning and are debated.

---

## 1. Yöntemin Ortaya Çıkışı, Tanımı

### 1.1. Ortaya Çıkışı;

İşletmelerin rekabet güçlerini artırabilmeleri için araştırma-geliştirmeye büyük kaynaklar ayırmaları, marka yaratmaya çalışmaları hemen akla gelebilecek adımlar olarak ifade edilebilir. Yeni teknolojiler ve yeni ürünlerin geliştirilmesi, başka yatırımlara göre hem daha riskli hem de daha uzun vadede karı ortaya çıkabilecek yatırımlara yönelmeyi gerektirir.

Araştırma ve geliştirme faaliyetleri için kaynak ayırmak genellikle büyük işletmelerce başarılabilecek bir iştir. Dolayısıyla yeni ve ileri üretim teknikleri de genellikle büyük işletmelerce ortaya konulabilir. Fakat bu tekniklerin uygulamaya konularak hayata geçirilmesinde küçük ölçekli işletmeler ve bireysel mucitler önemli bir yere sahiptirler (Özkök, 1992:206). Bununla birlikte işletmelere finansal kaynak sağlayan bankalar ve diğer mali aracı kuruluşlar bu girişimcilere yeterli ve uygun koşullarda fon aktaramamaktadırlar.

Girişim sermayesi finansman yönetiminin ortaya çıkıp gelişmesine yol açan temel sebep budur. Girişim sermayesi şirketleri çeşitli şekillerde topladıkları fonları, titiz bir inceleme ve değerlendirme çalışması sonucunda seçtikleri projelere ve girişimcilere aktarırlar. Girişim sermayesi şirketleri, gerek anapara gerekse faiz biçiminde geri ödeme yükümlülüğü doğurmayan, özsermaye biçimindeki bu finansal katkı yoluyla bu tür işletmeler için çok önemli bir imkan sağlamış olurlar. Bunlara ayrıca yönetsel ve teknik destek sağlarlar.

Bugünkü anlamıyla girişim sermayesi uygulaması 1947 yılında ABD’de başlamış, John Whitney ve Rockefeller bu yolda öncü olmuşlardır (Büyükaydın, 1988:6). Aynı yılda Amerikan Araştırma ve Kalkınma Kurumu adlı girişim sermayesi şirketi kurulmuştur. 1953 yılında ise Küçük İşletme İdaresi faaliyete geçmiştir. Bu kuruluşun ticaret bankaları ve diğer finansman kurumları ile işbirliği yaparak küçük işletmelere uzun vadeli finansman sağlaması planlanmıştır. Bu amaçla 1958 yılında “Küçük İşletme Yatırım Şirketleri” oluşturulmuştur. Bunların misyonu, küçük işletmelerin büyüme, gelişme ve modernizasyonu için gerekli fonların özel yatırımcılar tarafından öz sermaye şeklinde sağlanmasıdır. İlerleyen yıllarda ticaret bankaları, sigorta şirketleri, büyük firmalar ve yatırım bankaları bu sektöre çekilmiş, uygulamada görülen eksiklik ve aksaklıklar yasal düzenlemelerle giderilmeye çalışılmıştır (İşeri, 1993:10-11).

Girişim sermayesi finansman modeli 1980’lerle birlikte Avrupa ve Japonya’da da yaygın bir uygulama alanı kazanmaya başlamış bulunmaktadır (İşeri, 1993:61-81).

Girişim sermayesi finansman yöntemine benzeyen bir diğer yöntem de melek yatırımcılıktır. Melek yatırımcılar, henüz yolun başında olan iş fırsatlarına yatırım yaparak işletmelerin büyümeleri ve gelişmeleri için sermaye sağlarlar. Bunlar, yüksek risk ve yüksek getiri potansiyeli taşıyan işlere başlangıç aşamasında kaynak sağlayan özel yatırımcılardır. Yaptıkları yatırım tutarıyla paralel biçimde girişime ortak olmakla birlikte bireysel destek ve danışmanlık da sunarlar. Girişim yeterli başarıya ulaştığında hisselerini satarak yatırımdan çıkış yapmaya kadar girişimle bütünleşirler.

Dünya'da 40 yılı aşkın bir süredir uygulanan yöntem, Türkiye'de 3 yıllık bir geçmişe sahiptir. Ülkemizde, Hazine Müsteşarlığı bu yöntemin işleyişini düzenlemek üzere 15.02.2013 tarih ve 28560 sayılı Resmi Gazete'de bir yönetmelik yayınlamıştır. Bu tarihten sonra 400 lisans verilmiş olup, 14 adet akredite melek yatırımcı ağı oluşmuş bulunmaktadır (Yazıcı, 2016, Turcomoney internet sitesi). Halbuki 2014 itibarıyla A.B.D.'de 300.000'in üzerinde melek yatırımcı olup, yatırım tutarı 23 milyar \$'ı aşmış durumdadır. Avrupa'da ise 70.000 melek yatırımcı bulunmakta, her yıl 5 milyar \$ civarında yatırım yapılmaktadır (Özgök, 2016, kişisel internet sitesi).

Girişim Sermayesi Finansman Yönteminin ilham kaynağının İslam Ülkeleri uygulamasındaki “mudaraba” ve “muşaraka” olduğu yönünde görüşler ortaya konulmuştur (Çizakça, 1993:10).

Gelişmekte olan ülkeler ve Türkiye'de bu finansman modelinin geliştirilmesini zorunlu hale getiren bir olguya da burada kısaca değinmek istiyoruz. Bilindiği gibi bu ülkelerde geleneksel finansman kurumları olan bankaların kredi faiz oranları yüksektir. Bu yüksek maliyetli fonlara dayanarak olumlu sonuçları uzun vadede alınabilecek olan yatırımlara girişmek ise rasyonel bir mantıkla bağdaşmaz. Böyle bir ortamda özel girişimcilerin yatırım hacmi çok düşük seviyelere inmektedir. Üstelik geliştirmekte olan ülkelerde gerçek anlamda girişimci sayısı da oldukça azdır. Bu manzaraya biraz yukarıda değindiğimiz küçük ve orta ölçekli işletmelerin bankalardan kolayca fon temin edememesi olgusunu da ilave ettiğimizde faiz ve anapara tarzında geri ödeme zorunluluğu içermeyen bir finansman biçiminin geliştirilmesinin geliştirmekte olan ülkeler açısından ne kadar önemli olduğu açık bir biçimde ortaya çıkacaktır.

## 1.2. Yöntemin Tanımı

Girişim sermayesi dinamik, yaratıcı ve yenilikçi ancak finansman gücü yeterli olmayan girişimcilerin yatırım fikirlerini gerçekleştirmelerine imkan sağlayan, gerektiğinde işletme ve yönetim desteği de veren, hisse senedi karşılığında sermaye aktarımı sağlayan bir finansal kaynak sağlama yöntemidir (Ark, 2002: 01). Girişim sermayesi finansman yöntemi yoluyla dinamik, üretken, ama

fikirlerini yatırım biçiminde hayata geçirecek finansal güce sahip olmayan girişimcilerin desteklenmesi arzulanmaktadır. Bu anlamda girişim sermayesi finansman modeli, iyi bir iş kurma fikrine ve gerekli girişimcilik yeteneği ve bilgisine sahip olan, ancak yeterli finansman imkanı olmayan girişimcilere, fikirlerini hayata geçirmeye imkan verecek finansmanı sağlayan bir modeldir (Sarıaslan, 1992 : 2).

Yöntem “yeni fikir, buluş ve teknolojik yenilikleri, ticari bir ürün elde edebilmek amacıyla çok yönlü desteklemek” (Eser, 1990:46) şeklinde de tanımlanabilir. Bu tanımdan anlaşıldığı üzere söz konusu yöntem, sadece finansman desteğini değil, aynı zamanda yatırıma niyetlenen girişimcilere teknik ve yönetsel destek sağlamayı da içermektedir.

## 2. Yöntemin Tarafları ve İşleyişi

Bu finansman biçimini daha iyi açıklayabilmek için önce yöntemin işleyişinde rol alan tarafları, sonra da işleyiş biçimini tanıtmak gerektiğini düşünüyoruz.

### 2.1. Yöntemin Tarafları

Genel olarak girişim sermayesi finansmanında dört taraf bulunmaktadır.

1. Yatırımcılar(Sınırlı Ortaklar): Bunlar, girişimcilerin finansmanında kullanılmak üzere tasarruflarını girişim sermayesi ortaklığının çıkardığı katılma paylarına yatıran kişi veya kuruluşlardır. Kişi veya kuruluşlar söz konusu tasarrufları karşılığında belirli bir gelir elde etmek arzusunda dırlar. Bu kaynakları şöyle ifade etmemiz mümkündür; Ferdi tasarrufçular, bankalar, emekli sandıkları, özel sigorta şirketleri, kamu desteği sağlamak amacıyla oluşturulmuş çeşitli kuruluşlar.

2. Girişim Sermayesi Şirketi(Genel Ortaklar): Bu şirket, yukarıda belirtilen kişi ve kuruluşlardan elde ettiği finansman kaynaklarıyla yatırım fonları oluşturup, kendisine başvuranlar arasında uygun bulduğu girişimcilerin hisse senetlerini alarak onlara özkaynak biçiminde fon sağlamaktadır. Girişim sermayesi şirketinin yapılanması bir yanda “genel ortak” olarak faaliyette bulunan risk sermayedarları, öte yanda “sınırlı ortak” olarak hareket eden yatırımcılara dayanır (Metrick, 2007:03). Genel ortaklar girişim sermayesi şirketi veya fonunun kurucu ve örgütleyicisi, sermaye artırma çabasının omuzlayıcısı, fon çalışanlarının yöneticisi ve sorumlusu ve nihayet fon yönetiminin yasal sorumlusudurlar. Sınırlı ortaklar ise fonun (şirketin) yönetimi ve yatırım kararına direkt olarak katılmazlar (Bygrave, Timmons, 1992:12).

3. Girişimci Şirketler: Girişim sermayesi finansmanından yararlanarak öz sermaye tarzında fon elde eden taraftır. Sadece fikir sahibi girişimci olabileceği gibi, çalışan bir işletme de olabilir. Başka bir ifadeyle bu tür finansmana fikir

aşamasındaki yatırımlar için başvurulabildiği gibi, faaliyete yeni geçmiş işletmelerin ihtiyacı için veya genişleme yatırımlarının gerçekleştirilebilmesi için de başvurulabilir. Hatta çeşitli sorunları olan işletmelerin kurtarılması amacıyla da bu finansman biçimine başvurmak mümkündür.

4. Menkul Kıymet Borsaları: Girişim sermayesi şirketlerinin ve dolayısıyla yatırımcıların, yatırdıkları fonları yeterli ölçüde bir getiri temin edecek biçimde geri alabilmeleri, girişimci şirkete ait hisse senetlerinin değerlerinin istenen bir düzeye yükselmesine ve bunların uygun bir mekanizmayla satılmasına bağlıdır. Yatırımdan çıkış için; işletmenin girişimciye veya başka yatırımcılara bütünüyle satışı, başka işletmeyle birleşmesi gibi başka seçenekler de bulunmakla birlikte hisse senetlerinin halka satılması yolunun en fazla uygulanabilir seçenek olduğunu söyleyebiliriz. Bu seçeneğin gerçekleştirilmesi için ise gelişmiş bir menkul kıymetler borsasına ihtiyaç vardır. Ancak, girişim sermayesi şirketlerinin hisse senetlerini satın aldığı işletmelerin yeterli başarı düzeyine ulaşması için gerekli olan süreyi (genişleme yatırımlarında 3-5, başlangıç yatırımlarında 5-7 yıl) beklemek istemeyen yatırımcıları çekmek için daha kısa sürede ellerindeki katılım belgelerini satabilecekleri, kotasyon koşulları hafifletilmiş “tezgahüstü” diye nitelenebilecek menkul kıymet borsasının bulunması, girişim sermayesi finansman yönteminin geliştirilebilmesi bakımından önem taşır (Çonkar, 2007: 17).

## 2.2. Yönetimin İşleyişi

Modelin işleyişini Şekil 1 yardımıyla açıklamaya çalışalım. Bu işleyişi birkaç aşamada incelemek mümkündür.

### 2.2.1.Fonların Toplanması

Şekilden de görülebileceği gibi modelin işleyişinde ilk aşama girişim sermayesi şirketinin çeşitli kaynaklardan katılma belgesi karşılığında uzun vadeli fon temin etmesidir. Bu fonlar karşılığında ne faiz, ne de belirli bir kar oranı taahhüt edilmez. Burada bir fon kullanım sözleşmesi yapılmaktadır.

Bu sözleşmede; fonu kullanım süresi, fonun yönetilmesi karşılığında girişim sermayesi şirketinin alacağı komisyon ve fonların yatırıldığı hisselerin belirli bir süre sonunda satılması neticesinde elde edilen gelirin nasıl bölüşüleceği belirlenir.

### 2.2.2. Yatırım Önerilerinin İş Planı Biçiminde Toplanması ve Değerlendirilmesi

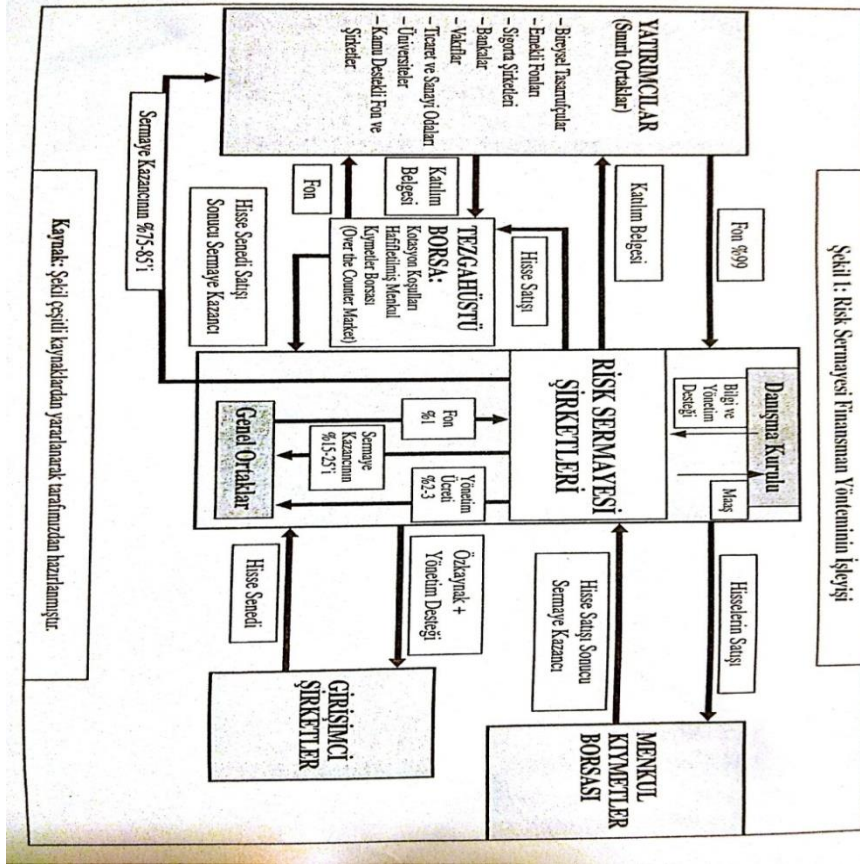
Bu aşamada, toplanmış olan fonlar genellikle yüksek risk ve aynı zamanda yüksek kar potansiyeli olan girişimcilere aktarılacaktır. Girişim sermayesi şirketine fon temini amacıyla başvurması beklenen esas grup, yenilik getirme iddiasındaki girişimcilerdir. Bunların getirdiği yatırım önerilerinin riski tabiatı

icabı yüksektir. Doğal olarak, başarılı olduklarında yüksek kar sağlayabileceklerdir.

Girişim sermayesi şirketine yukarıda ifade ettiğimiz biçimde tasarı aşamasında başvurulabilirdiği gibi (seedfinancing), yatırım ve işletme sürecinin daha sonraki aşamalarında da başvurulabilir.

Girişimciler, finansal destek sağlamak amacıyla girişim sermayesi şirketlerine başvurularını bir "iş planı" aracılığıyla yapmaktadır. İş planı, projenin ekonomik, teknik ve finansal boyutlarını ortaya koyan kapsamlı bir çalışmadır.

Yatırım finansmanı için başvuran işletme yöneticilerinin veya girişimcinin değerlendirilmesi de çok önemlidir. Bu girişimci; enerji düzeyi, kendisine saygı ve güven, cesaret, başarı arzusu ve bunu astrictılara yansıtabilme, beceriklilik ve sebat gibi kriterlere göre değerlendirilmelidir ( İşeri, 1993;37-38).



### 2.2.3. Ortaklık Payının Belirlenmesi

Müracaat eden girişimci veya işletme hakkında ulaşılan değerlendirme sonuçları müspet olduğunda finansman planı ve işletmeye hangi oranda iştirak edileceği belirlenerek değerlendirme çalışması tamamlanır.

Girişime sağlanan finansman karşılığında ne oranda ortak olunacağı karşılıklı görüşmelerle, pazarlık sonucu belirlenir. Bu belirleme girişim sermayesi yatırım projesinin realize edilmesindeki en subjektif alan olarak kabul edilir.

Ortaklık payının belirlenmesi hususu değerlendirilirken aşağıdaki hususlar üzerinde durulabilir (Tuncel, 2000, 32):

- Girişimin büyüme potansiyeli ve zirvede ulaşabileceği büyüklük,
- Ek finansmana bağlı sulanma ihtimali,
- Finansal projeksiyonların iyimser veya tutucu oluşu,
- Yatırımlardan çıkış seçenekleri,
- Likiditasyon ve kara geçişe kadar geçecek süre,
- Dönemsel getirilerin varlığı,
- Hisse senedi piyasasının istikrarlı olup olmaması,
- Genel ekonomik koşullar ve yatırım ortamı.

### 2.2.4. Girişimci Şirkete Yöneltilen ve Teknik Destek Sağlanması

Girişim sermayesi şirketi ile girişimci şirket arasında yukarıda belirtildiği biçimde ortaklık gerçekleştirildikten sonra sıra bu şirketin geliştirilmesine ve karlı hale getirilmesine gelmiştir. Çünkü girişim sermayesi şirketinin bu işletmeye yatırdığı fonları yeterli ölçüde bir karlılıkla geri alması, elindeki bu şirkete ait hisse senetlerinin değerlerinin yeterli ölçüde artmasına ve bunların borsada satılmasına bağlıdır.

Girişim sermayesi şirketinin yönetim sorumluluğu genel ortaklara aittir. Bu sorumluluk sadece doğru girişimlere yatırım yapmakla sınırlı değildir. Genel ortaklar girişimcilere fon sağlamanın ötesinde yönetsel ve teknik konularda stratejik rehberlik desteği sunarak gelişimini ve değerlendirilmesini hızlandırmaya çalışır. Bu hususta girişim sermayesi şirketi yapılanması içinde yer alan “danışma kurulu”ndan da yararlanılabilir (Çonkar,2007:23-24).

Danışma kurulu, girişimci şirketlerin ihtiyaç duyacakları işletme kaynakları ve ilgili uzmanlıklara erişimi kolaylaştırıcı bir bölgesel ve küresel ağ oluşturulması ve sürdürülmesinden sorumludur. Bu ağ girişim sermayesi şirketleri, avukatlar, yatırım bankerleri, iş adamları ve özel yatırımcıları kapsar.



Böyle bir ilişki ağına sahip olma; ortak olunan girişim şirketlerinin nitelikli ve tecrübeli bir yönetim oluşturmaya, girişimin hedeflediği pazar payına ulaşmasına katkıda bulunacaktır.

### **2.2.5. Ortaklık Paylarının Satılması Yoluyla Girişime Yatırılmış Olan Fonların Likidasyonu**

Girişim sermayesi şirketi ile girişimci şirket arasında yukarıda belirtildiği biçimde ortaklık gerçekleştirildikten sonra sıra bu şirketin geliştirilmesine ve karlı hale getirilmesine gelmiştir. Çünkü girişim sermayesi şirketinin bu işletmeye yatırdığı fonları yeterli ölçüde bir karlılıkla geri alması, elindeki bu şirkete ait hisse senetlerinin değerlerinin yeterli ölçüde artmasına ve bunların borsada satılmasına bağlıdır (İşeri, 1993: 22).

Girişim sermayesi şirketinin girişime ortaklığı pasif bir ortaklık değildir. Yapması gereken şey, finanse ederek ortak olduğu girişimin başarıya ulaştırılması ve böylece elindeki hisse senetlerinin değerlendirilerek rahat biçimde satılabilir hale gelmesidir (Eser, 1990: 57). Bu nedenle hisse senetlerini satın aldığı girişimin yönetiminde de aktif olarak yer alır. Mümkün olduğunca ucuza satın almaya çalıştığı hisselerin değerini olabildiğince artırma yönünde işletme yönetiminin başarısı için katkıda bulunmaya çalışır.

Girişim sermayesi şirketinin amacı hiçbir zaman o şirkette sürekli ortaklık değildir. Hisselerini satabileceği uygun zamanı ve koşulları gözler. Her girişim sermayesi şirketi, ortaklık pozisyonunu, şirkete koyduğunu birkaç kat artıracak biçimde nakit sermaye kazancına çevirecek anda hisselerini elden çıkarmak ister. Bu adımın atılabilmesi için şirketin yeterli bir başarıya ulaşarak hisse senetlerinin yeterince değerlendirilmiş olması gerekir.

Yatırımdan çıkış için aşağıdaki 4 seçenekten bahsedilebilir (Gladstone, 1988, 216-229):

- (1) Şirketin halka açılması,
- (2) Hisselerin girişimcinin kendisi tarafından satın alınması,
- (3) Şirketin başka bir şirkete satılması,
- (4) Şirketin yeni bir yatırımcıya satılması.

Hangi durumda bu seçeneklerden hangisine başvurulmasının uygun olacağı konusunun ayrı bir çalışmada ele alınması daha uygun olacağı için burada ayrıntıya girmeyeceğiz.

### **3. Yöntemin Finansal Sisteme Yapabileceği Katkılar**

Girişim sermayesi finansman yöntemi temelde bir ortaklığa dayanmaktadır. Ortaklığın bir tarafında bilimsel gelişmeleri izleyen, bunları uygulanabilir

teknolojilere dönüştürerek satılabilir mallar üretebileceği inancına ulaşan gerçek anlamda girişimciler yer alır. Diğer tarafta ise, bu girişimcilerin fikirlerini inceleyerek başarılı yatırımlara dönüşebileceği kararına varan ve bu sebeple onları finanse eden girişim sermayedarları yer alır. Girişim sermayedarları tasarruf fazlası olan fertler veya çoğunlukla bu amaçla kurulmuş olan girişim sermayesi şirketleridir.

Girişim sermayesi şirketi, desteklemeye karar verdiği girişimcinin kuracağı şirketin hisse senetlerinin bir kısmını satın alır. Çoğunlukla yeni kurulan ve küçük ölçekli bir şirketin hisse senetleri alındığından, bu menkul değerlerin kısa vadede piyasada satılarak devredilmesi ve yatırılan sermayenin geri alınması mümkün olmayacağı için girişim sermayesi şirketi, finanse ettiği şirketin başarılı olması yolunda yönetsel ve teknik destekler sağlamak durumundadır. Anlaşılacağı gibi yatırılan sermayenin geri alınması, ancak şirketin piyasada tutunarak hisse senetlerinin değer kazanması ve bunların sermaye piyasasında satılması ile mümkündür.

Yöntemin başlıca özelliklerini ve finansal sisteme katkılarını şöyle sıralayabiliriz:

a) Girişim sermayesi biçiminde finansman sağlama hisse senedi veya hisse senedi benzeri araçlar yoluyla gerçekleştirilmektedir (Yıldırım, 1991: 74). Böylece esas itibarıyla finansman sağlanan işletmeye ortak olunmaktadır. Bunun sonucu olarak girişimciye sağlanan fonun geri dönmesini garantiye almaya yönelik, banka kredilerindeki güvenceler benzeri tedbirler almaya imkan yoktur. Kısacası, girişim sermayesi şirketi işletmecilikle ilgili riskleri girişimciyle birlikte üstlenmiş olmaktadır (Fettahoğlu, 1992:15).

b) Girişim sermayesi finansman yönetiminin doğması ve gelişmesine yol açan ana nedenlerden biri, bankalar ve diğer mali aracı kuruluşların küçük ve orta boy işletmelere yeterli ve uygun koşullarda fon sağlayamamasıdır (Akkaya, İçerli, 2001: 64). Bu yolla, hem geleneksel hisse senedi piyasasından öz kaynak biçiminde, hem de bankalardan yabancı kaynak biçiminde fon sağlama imkanı olmayan küçük ve orta ölçekli işletmeler finansman kaynağı bulma imkanına kavuşmuş olurlar. Çünkü bu tür firmalar, üretken ve dinamik yapılarına rağmen, mal varlıklarının ve verebilecekleri güvencelerin yetersizliği dolayısıyla gelecek vadeden projelerine bile bankalardan fon temin edememektedirler (Eser, 1990:47). Halbuki bu finansman yönteminde sermaye katkısı sağlayan finansör, hiçbir garanti, kefalet veya ipotek aramamaktadır. Girişim sermayesi şirketinin aradığı garanti, girişimcilerin yetenekleri ve katkıda bulunduğu projenin başarı kazanarak işletme değerinin artışı sonunda elde edilmesi umulan sermaye kazancıdır (Canbaş, 1992:74). Başka bir ifadeyle güvence ve teminata değil, başarı potansiyeli olan projeye fon sağlanmaktadır. Özellikle ülkemizdeki bankaların bu husustaki katı

uygulamaları dikkate alındığında, bu finansman yöntemine işlerlik kazandırılması küçük ve orta ölçekli işletmeler açısından büyük önem arz etmektedir.

Bu yöntemin küçük işletmelerin finansman ihtiyacını onların koşullarına ve beklentilerine en uygun biçimde karşılayabilecek bir yöntem olduğunu belirtmemiz kolaylıkla mümkün olacaktır. Yöntemin bu açıdan önemli olabilecek özelliklerini burada kısaca hatırlatmakta yarar vardır (Çonkar, 1995: 34-35):

- i. İşletme teminat sıkıntısından kurtulmaktadır. Çünkü kaynak teminata değil başarı ihtimaline tahsis edilmektedir.
- ii. Faiz ve anaparanın geri ödenmesi gibi bir yükümlülük söz konusu olmadığı için faaliyet sırasında ödeme güçlüğüne düşme ihtimali azalır, oto finansman imkanı artar.
- iii. Yatırımcı doğrudan biçimde girişime değil, profesyonel uzmanlar aracılığıyla yatırım kararı veren bir kuruluşa fon yatırmaktadır. Söz konusu kuruluş, riski azaltacak biçimde bir portföy oluşturduğu için yatırımcının riski sifıra yaklaşmaktadır. Bu durum tasarruf sahiplerinin özkaynak sağlayıcı yatırımları tercihini kolaylaştırır.
- iv. Bu finansman biçimiyle küçük işletmeler aynı zamanda stratejik yönetim desteği de elde etmiş olurlar.
- v. Bu tür yatırımda tasarrufçular ortak işletmeciliği değil, sermaye yatırımını amaçlamışlardır. Yönetime katılmaları risk sermayesi kuruluşu aracılığıyla olur. Yatırım işletmeyi sahiplenmek amacıyla değil, ona destek olmak amacıyla. Bu nedenle işletme sahiplerinin işletmeyi başkalarıyla paylaşma endişesini azaltıcı bir özkaynak temin yöntemidir.

Hem kuruluş aşamasında hem de işletme döneminde yararlanabilecek olan bu finansman biçimi, iyi çalıştırıldığında küçük ve orta ölçekli işletmelerin yıllardır şikayet ettikleri kaynak sağlama sıkıntısını en uygun koşullarla aşmakta önemli bir araç olabilir.

c) Bir başka özellik ise sağlanan finansman desteğinin süresiz olmasıdır. Çünkü girişimci bu parayı geri ödemek zorunda değildir. Finansman sağlayan risk sermayedarı sağladığı fonu işletmeye herhangi bir biçimde ödeterek değil hisse senetlerini sermaye piyasasında satarak geri tahsil etmiş olacaktır.

Görüldüğü gibi girişim sermayesi finansmanı işletmenin faaliyet döneminde oto finansman imkanlarını daraltmaz. Çünkü burada işletmenin finansman sağlayan kişi veya kuruma anapara veya faiz gibi bir geri ödeme zorunluluğu yoktur. Finansör sağladığı fonları, hisse senetleri değerlendikten sonra onları piyasada satarak geri alabilecektir. Bu nedenle özellikle işletmenin piyasaya yeni girdiği başlangıç aşamasında nakit sıkıntısına ve darboğaza girme ihtimali önemli ölçüde azaltılmış olacaktır.

Yatırımın likidasyonu çeşitli biçimlerde olabilir (Metrick, 2007: 05). Bu likidasyon sonucu elde edilen kazanç(hisselerin alımı ve satımı arasındaki fiyat farkı) girişim sermayesi şirketi (genel ortak) ile yatırımcılar (sınırlı ortaklar) arasında paylaşılacaktır. Genel ortaklar girişim sermayesi şirketinin sermayesine %1 civarında katıldıkları halde sermaye kazancının %15 ile %25'ini; buna karşılık sınırlı ortaklar sermayeye %99 oranında katılmalarına karşılık kazancın %75 ile 85'ini alırlar (Bygrave, Timmons, 1992: 11-12).

d) Bu finansman yöntemi, isminden de belli olduğu gibi yatırımcıların üstlendikleri riskin yüksek olduğu bir yöntemdir. Fakat uygulamada yatırımın direkt biçimde değil, girişim sermayesi şirketi aracılığıyla yapılması ve bu şirketin alacağı bazı tedbirler yeni kurulan bir şirkete doğrudan yatırım yapma durumuna göre yatırımcının riskini azaltacaktır.

Her şeyden önce girişim sermayesi şirketi yatırım projelerinin değerlendirilmesi konusunda yeterli bilgi ve tecrübeye sahip uzmanlar çalıştırmaktadır. Bu uzmanlar, finansman desteği için müracaat edecek olan girişimcilerin projelerini titizlikle inceler ve değerlendirir. Böylece tek tek yatırımcıların bir yeni projeye katılmasına göre daha tedbirli davranılmış ve risk düşürülmüş olur.

Girişim sermayesi şirketinin arada bulunuşu dolayısıyla riskin düşürülmesinin bir başka sebebi de fonların değişik yatırım projeleri arasında dağıtılarak bir proje portföyü oluşturulmasıdır (Fettahoğlu, 1992:16, Canbaş,1992:74). Böylece yatırım yapılan sektörlerden birinde kriz de olsa ve girişim başarısız olsa bile, bu başarısızlık ve zararın portföyün tümü içinde nispi yeri küçük olacak, bu zarar diğer projelerin oluşturacağı karla kolaylıkla telafi edilebilecektir.

Değinilmesi gereken bir başka nokta girişim sermayesi şirketinin sadece fikir veya başlangıç aşamasındaki girişimlere değil büyüme veya gelişme aşamasındaki işletmelere de bu tür finansman sağlayabileceğidir (Sarıaslan, 5 Fettahoğlu, 23-28 Eser, 65-67, İşeri, 27-32).Bilindiği gibi piyasada belli bir yer tutmuş ve genişlemeye çalışan bir işletmenin riski kuruluş aşamasındakine göre düşük olacaktır. Böylece girişim sermayesi şirketi değişik girişim aşamalarındaki girişim ve işletmelere katılarak portföyünün riskini azaltmış olur.

e) Girişim sermayesi şirketi pasif bir ortak değildir. Girişimin sermayesine katılıp, bir kenara çekilerek işletmenin gelişmesini ve hisse senetlerinin değer kazanmasını beklemez. Gerektiği ölçüde ve aşamada işletmeye yönetsel ve teknik danışmanlık sağlar (Yıldırım,75, Canbaş,76, Eser,47, Fettahoğlu,16). Gerekirse fizibilite çalışmalarına ve işletmenin örgütlenmesine destek verir. İşletme çalışmaya başladıktan sonra da üretim, pazarlama, finans gibi temel işlevlerin başarılı biçimde yürütülmesine katkıda bulunur. Girişim sermayesi

finansman modelinin bu özelliği iki önemli yarar sağlar. Birinci olarak dinamik ve belirsizliğin büyük olduğu bir ortamda hayata başlayacak olan girişimi yalnız bırakmayıp tecrübeli ve bilgili uzmanlar ile ona destek sağlayarak girişimin başarısızlık riskini azaltmaktadır. İkinci olarak da modern işletmecilik yöntemleri konusunda bilgi ve deneyimi az olan küçük işletme sahiplerinin bu eksikliklerini telafi ederek, onları yeni girişimlerde bulunma konusunda cesaretlendirme imkanının ortaya çıkmasıdır.

Girişim sermayesi şirketinde zaman içinde çeşitli sektörlerle ve ekonominin yapısıyla ilgili bilgi birikimi oluşur. Tecrübeli uzmanlar ve profesyonel yöneticiler, bu bilgi birikimini de kullanarak, gerek projenin geliştirilmesi safhasında gerekse işletmenin faaliyete geçtiği ve piyasada yerleşmeye çabaladığı zorlu ilk yıllarda, girişimin karşılaştığı problemleri rasyonel çözümlerle aşmasına, etkin biçimde örgütlenmesi ve çalışmasına yönelik ciddi katkılarda bulunabilirler.

Girişim sermayesi şirketi eğer sadece finansman sağlamakla yetinseydi, başarısı sadece doğru yatırımları seçme yeteneğine bağlı kalabilirdi. Halbuki girişime aktif destek sağlamakla girişimin ve dolayısıyla kendisinin başarısını daha iyi seviyelere çekebilme imkanına ulaşmaktadır. Bu destek genellikle bir yönetim kurulu üyeliği yoluyla sağlanmaktadır. Bu yolla ayrıca, ortak olduğu girişime yeni ferdi ortakların katılmasında toparlayıcı öncülük gibi bir katkı da sağlayabilmektedir(Metric, 2007:05).

f) Girişim sermayesi finansmanında amaç işletmenin kontrolünü ele geçirmek değildir. Verdiğimiz tanımlardan birinde göreceli olarak küçük miktarlarda yatırım yapmaktan bahsetmiştik. Bu ifadeden de anlaşılabilceği gibi risk sermayedarının amacı, yatırım yapılan işletmenin kontrolünü ele geçirmek değildir (Özkök,1992:207). Bununla birlikte risk sermayedarı yukarıda açıklanmaya çalışıldığı biçimde, azınlık hissesi sahibi olmasına rağmen işletmenin gelişmesini sağlamaya gayret eden aktif bir ortak pozisyonundadır.

g) Girişim sermayesi şirketlerinin daha çok yeni yatırımlara girişecek olan girişimcileri destekleyeceklerini söylemek, bu kuruluşların ortaya çıkış gerekçelerini düşünerek teorik olarak mümkün olsa da pratik uygulamaya baktığımızda durum biraz farklıdır. Bu finansman yöntemi, ABD'de genellikle yeni teknoloji getiren yatırım önerilerinin desteklenmesi biçiminde gelişmiş olmakla birlikte, daha sonra bu yöntemi ülkelerine aktaran İngiltere, Japonya gibi ülkelerde durum biraz farklıdır. Bu ülkelerde girişim sermayesi şirketlerinin yatırım portföyünde ağırlık genişleme ve büyüme biçimindeki taleplere kaymıştır.

h) Girişim sermayesi finansman yönteminde tasarruf sahipleri girişim sermayesi şirketine onun çıkardığı katılım belgeleri karşılığında fon aktarmakta; girişim sermayesi şirketi de girişimcilere, onların ihraç ettikleri

hisse senetleri karşılığında fon aktarmaktadır. Hisse senetlerinin alınıp satıldığı piyasa ise menkul kıymetler borsasıdır. Girişim sermayesi yöntemiyle özkaynak finansmanı sağlanmakla birlikte, bu kaynak sınırsız bir süre girişimde bağlanmak niyetiyle sunuluyor değildir. Gerek girişim sermayesi şirketine fon sağlayanlar, gerek girişim sermayesi şirketinin, girişime sürekli biçimde ortak olup onun yönetimine hakim olmak gibi bir niyetleri yoktur.

Görüldüğü gibi girişim sermayesi şirketi hem girişime ortak olurken hem de ortaklıktan çıkarken; tasarruflular ise girişim istenilen seviyeye ulaşmadan girişim sermayesi şirketine ortaklığı temsil eden katılım belgelerini satarak yatırımdan çıkmak istediklerinde menkul kıymetler borsasına ihtiyaç duyarlar. Çoğu zaman ihtiyaç sadece normal menkul kıymetler borsası ile de karşılanamaz. Kotasyon koşullarının daha hafif, işlemlerin daha kolay olduğu “over the counter market” tipi borsalara da ihtiyaç duyarlar. Bir kurumun gelişmesinin, o kuruma duyulan ihtiyacın şiddetlenmesi ile önemli ölçüde ilişkisi vardır. Girişim sermayesi şirketlerinin ve katıldıkları yatırımların çoğalması, bir süre sonra menkul kıymetler borsasına arz edilen hisse senetlerinin çoğalmasına yol açacaktır. Girişim sermayesi finansman sistemi dolayısıyla, girişim sermayesi şirketi başlangıçta piyasaya fon arz etmekte, sürecin sonunda ise hisse senedi satarak fon talep etmektedir. Açıkçası girişim sermayesi finansman sistemi hem iyi işleyen bir menkul kıymet borsasına ihtiyaç duyar, hem de böyle bir borsanın derinleşmesi ve gelişmesi için zorlayıcı bir işlevi yerine getirir (Çonkar, 2007: 41-42).

#### **4. Girişim Sermayesi Finansmanının İslami Finans Yöntemi Olma Yönü**

Hemen hemen tüm ilgili kaynaklarda islami finans yöntemi olarak tanımlanan mudarebe ve muşareke ile girişim sermayesi finansman yönteminin işleyiş biçimleri ve sonuçları karşılaştırıldığında, hepsinin büyük ölçüde benzerlik gösterdiği görülebilir. Konuya açıklık getirebilmek için söz konusu iki finansman yöntemini kısaca tanıtmakta yarar görüyoruz.

##### **4.1. Mudarebe (Sermaye-Emek Ortaklığı)**

Bu işlem, sermayedarın sermayesini, onu işletecek olan tarafın (mudarıp-girişimci) kullanımına tevdi etmesi biçiminde gerçekleştirilir. Girişimci, sermayenin işletilmesinden kar elde ederse, bu kar girişimci ile sermayedar arasında önceden yapılan anlaşmada belirlenmiş olan oranlarda paylaşılır. Karın paylaşımında mutlak tutarlar olarak değil, oran biçiminde anlaşılması gerekir. Finanse edilecek olan projenin gerçekleştirilmesi için yapılan harcamalar ve girişimci için öngörülen yönetim gideri proje karından düşülür. Bu yöntemde girişimci, ortaklığa sadece emeğiyle katılmaktadır. Sonuçta zarar oluşmuşsa, bütün zarar sermaye sahibine aittir. Girişimci ise sadece emeğinin karşılığını alamamış olacaktır (Tunç, 2013, s.139-140).

## 4.2. Muşareke (Sermaye-Sermaye Ortaklığı)

Bu işlem, hem sermayedar (finans kurumu) hem de girişimcinin sermayelerini birleştirmeleri ve işletimin girişimciye bırakılması biçiminde gerçekleşir. Her iki taraf eşit veya farklı tutarlarda sermaye koyabilir. Konulan sermayeler eşit olsa bile, paylaşım oranı farklılaşabilir. Zarar sorumluluğu, konulan sermaye paylarıyla aynı oranlarda olur. Yani, kar üzerinde anlaşılan sözleşmeye göre zarar ise sermaye paylarına göre paylaşılmaktadır (Tunç, 2013, s. 143-145).

## 4.3. Bu İki Yöntemin Girişim Sermayesi Finansman Yöntemine Benzerlikleri

Bu karşılaştırmayı söz konusu yöntemlerin Katılım Bankalarının uygulanması çerçevesinde yapmak daha anlaşılır olacaktır. Bu benzerlikleri aşağıdaki biçimde özetleyebiliriz:

- Hem katılım bankası hem de girişim sermayesi şirketi kar/zarar ortaklığı esasına göre fon kullanırlar.
- Kurumlar, kendilerine yatırılan fonları, bizzat işletebilecekleri gibi üçüncü şahıslara da kullanırlar.
- Fon kullandıran girişimcilerden herhangi bir teminat istenmez ancak süreç sıkı bir biçimde izlenir.
- Hem katılım bankası hem de girişim sermayesi şirketi kar/zarar ortaklığına dayalı olarak fon toplar ve sermaye sahiplerine bir getiri garantisi vermezler. Elde edilecek kar, başlangıçta anlaşılmış oranlarda paylaşılır (Kumaş, 2007, s. 296).
- Hem girişim sermayesi şirketinin hem de faizsiz finansal kuruluşun riski girişimciye sağlanan finansman tutarı ile sınırlıdır. Şansı ise sınırsızdır (Bulut ve Er, 2009, s. 50).

Bu iki kurumun uygulamalarında, yöntemlerin islami olmasına bir engel teşkil etmeyen bazı farklılıkları da şöyle sıralayabiliriz:

- Mudarebe ve müşarekede girişimin tahmin edilen sürede sonuca ulaşmaması halinde girişimciye yeteri kadar ek süre verilebilir. Girişim sermayesi finansmanındaki karın realize edilme biçimi, böyle bir şeye gerek bırakmaz.
- Girişim sermayesi şirketi, finanse ettiği girişimciye aktif biçimde yönetsel ve teknik destek verebilir.

## 5. Girişim Sermayesi Finansman Yöntemiyle İlgili Ülkemiz Mevzuatının Getirdiği Genel Çerçeve

Sermaye Piyasası Kurulunun 2 Ocak 2014 tarih ve 28870 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan “Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar

Tebliğ'i'ne göre ülkemiz için bu alanda öngörülen çerçevenin ana hatlarını aşağıda ortaya koymaya çalışacağız.

Bu tebliğ girişim sermayesi yatırım fonlarının kuruluşlarına, faaliyet ilke ve kurallarına, katılma paylarının ihracı ile bunların nitelikli yatırımcılara satışına, ihrac belgesine, yatırımcılarının bilgilendirilmesine, tasfiye ve sona ermelerine ilişkin esasları kapsar.

Kurucu: Kurulun Portföy Yönetim Şirketlerine ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine Esaslar Tebliği (III-55.1) çerçevesinde Kuruldan faaliyet izni almış portföy yönetim şirketini veya girişim sermayesi portföy yönetim şirketini,

Nitelikli yatırımcı: Kurulun sermaye piyasası araçlarının satışına ilişkin düzenlemelerinde tanımlanan kişiler ile 15/2/2013 tarihli ve 28560 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmelik'te tanımlanan bireysel katılım yatırımcısı lisansına sahip kişileri,

Fon: Kanun hükümleri uyarınca nitelikli yatırımcılardan katılma payı karşılığında toplanan para ya da iştirak paylarıyla, pay sahipleri hesabına, inançlı mülkiyet esaslarına göre, üçüncü fıkrada belirtilen varlık ve işlemlerden oluşan portföyü işletmek amacıyla Kuruldan faaliyet izni alan portföy yönetim şirketleri ve girişim sermayesi portföy yönetim şirketleri tarafından bir içtüzük ile sürekli olarak kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan mal varlığını ifade eder.

Fonlar, aşağıda sayılan varlık ve işlemlerden oluşan portföyü işletmek amacı dışında herhangi bir işle uğraşamazlar.

- a) Girişim sermayesi yatırımları,
- b) Özelleştirme kapsamına alınanlar dahil Türkiye'de kurulan anonim ortaklıklara ait paylar, özel sektör ve kamu borçlanma araçları,
- c) 7/8/1989 tarihli ve 89/14391 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile yürürlüğe giren Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı Karar hükümleri çerçevesinde alımı satımı yapılabilen, yabancı özel sektör ve kamu borçlanma araçları anonim ortaklık payları,
- d) Vadeli mevduat ve katılma hesabı,
- e) Yatırım fonu katılma payları,
- f) Repo ve ters repo işlemleri,
- g) Varantlar ve sertifikalar,
- h) Kira sertifikaları ve gayrimenkul sertifikaları,
- i) Takasbank para piyasası işlemleri,



- j) Türev araç işlemlerinin nakit teminatları ve primleri,  
k) Kurulca uygun görülen özel tasarlanmış yabancı yatırım araçları ve ikaz iştirak senetleri,  
l) Kurulca uygun görülen diğer yatırım araçları

Kurucu, fonun katılma payı sahiplerinin haklarını koruyacak şekilde temsili, yönetimi, yönetiminin denetlenmesi ile faaliyetlerinin içtüzük ve ihraç belgesi hükümlerine uygun olarak yürütülmesinden sorumludur. Kurucu, fona ait varlıklar üzerinde kendi adına ve fon hesabına mevzuat ve içtüzük ile ihraç belgesine uygun olarak tasarrufta bulunmaya ve bundan doğan hakları kullanmaya yetkilidir.

Kurucu veya varsa portföy yöneticileri, fon malvarlığını yatırımcı lehine ve yatırımcı çıkarını gözeterek şekilde, portföy yönetim tebliğinde yer alan düzenlemeler çerçevesinde, Kanun, bu Tebliğ, içtüzük hükümleri ve ihraç belgesinde belirlenen yönetim ilkelerine göre yönetmekle yükümlüdür. Fon portföyünün yönetiminde birden fazla portföy yöneticisi ile sözleşme yapılabilir. Bu durumda yapılacak portföy yönetim sözleşmesinde, portföy yöneticilerinin portföy yönetiminin devralınmasından kaynaklanan hak ve yükümlülüklerine de yer verilmesi zorunludur.

Fon kuruluşu için kurucu, taslak içtüzük ve Kurulca esasları belirlenen standart form ile Kurulca istenen diğer bilgi ve belgelerle Kurula başvurur. Fonun kuruluş izni alınabilmesi için kurucunun portföy saklayıcısı ile saklama sözleşmesi imzalamış olması ve içtüzüğün Kurulca onaylanması gereklidir. Fonlar şemsiye fon olarak kurulamazlar.

Katılma payları sadece nitelikli yatırımcılara satılabilir.

Girişim şirketlerinin, sınai, zirai uygulama ve ticari pazar potansiyeli olan araç, gereç, malzeme, hizmet veya yeni ürün, yöntem, sistem ve üretim tekniklerinin meydana getirilmesini veya geliştirilmesini amaçlamaları ya da yönetim, teknik veya sermaye desteği ile bu amaçları gerçekleştirebilecek durumda olmaları gereklidir.

Fonlar, birinci fıkra kapsamında sadece anonim ve limitet şirketlere yatırım yapabilir. Yatırım tarihi itibari ile limitet şirket olan girişim şirketlerinin, ilk yatırım tarihini takip eden bir yıl içinde anonim şirkete dönüşüm işlemlerinin tamamlanması zorunludur.

Fonların aşağıda sayılan yatırımları girişim sermayesi yatırımı olarak kabul edilir.

- a) Girişim şirketlerine doğrudan veya bu Tebliğde tanımlanan yurtdışında kurulu özel amaçlı şirketler ve yurtdışında kurulu kolektif yatırım kuruluşları

vasıtasıyla dolaylı olarak sermaye aktarımı veya pay devri yoluyla ortak olabilir veya girişim şirketlerinin kurucusu olabilirler.

- b) Girişim şirketlerinin ihraç ettiği borçlanma araçlarına yatırım yapabilirler.
- c) Yatırımlardan kaynaklanan riskin yatırıma yönlendirilen anapara miktarı ile sınırlı olması kaydıyla sadece bu Tebliğde tanımlanan girişim şirketlerine sermaye yatırımı yapmak üzere yurtdışında kolektif yatırım amacıyla kurulan kuruluşlara doğrudan yatırım yapabilirler.
- d) Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları tarafından ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına ve diğer girişim sermayesi yatırım fonlarının katılma paylarına yatırım yapabilirler.
- e) BİAŞ Gelişen İşletmeler Piyasasında işlem gören şirketlerin paylarına yatırım yapabilirler.
- f) Girişim şirketi niteliğindeki halka açık şirketlerin borsada işlem görmeyen paylarına yatırım yapabilirler.
- g) Girişim şirketlerine borç ve sermaye finansmanının karması olarak yapılandırılmış finansman niteliğinde finansman sağlayabilir.
- h) Esas sözleşmelerinde belirlenen faaliyet alanları münhasıran bu Tebliğde tanımlanan girişim şirketlerine yatırım yapma amacı ile sınırlandırılmış olan yurtiçinde kurulu özel amaçlı anonim şirketlere ortak olabilirler.

Fonlar, fon ihtiyaçlarını veya portföyleri ile ilgili maliyetlerini karşılamak amacıyla fonun son hesap dönemi itibari ile hesaplanan toplam değerinin en fazla %50'si oranında kredi kullanabilirler. Kredi alınması halinde kredinin tutarı, faizi, alındığı tarih ve kuruluş ile geri ödendiği tarihe ilişkin bilgiler hesap dönemini takip eden 30 gün içinde Kurula ve en uygun haberleşme vasıtasıyla katılma payı sahiplerine bildirilir.

Fon portföylerinde yer alan repo işlemine konu olabilecek varlıkların rayiç değerinin %10'una kadar borsada veya borsa dışında repo yapılabilir veya borçlanma amacıyla Takasbank Para Piyasası işlemleri yapılabilir.

Fonun kurucusu, varsa portföy yönetici ile saklayıcısının fona ilişkin bütün hesap ve işlemleri Kurul denetimine tabidir.

Kurul gerektiğinde, bu Tebliğde yer alan sürelerle bağlı olmaksızın fonlar hakkında bilgi verilmesini isteyebilir.

Fon içtüzüğünde belirtilen sürenin sonunda sona erer.

Fonun sona ermesinde ve tasfiyesinde, Kurulun Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III.52-1) hükümleri kıyasen uygulanır.

Fon içtüzüğü ve ihraç belgesinde fon süresinin değiştirilebileceğine ilişkin hüküm bulunması şartı ile bu Tebliğin fon içtüzüğünün değiştirilmesine ilişkin hükümleri çerçevesinde, fon süresinin uzatılması talebi ile Kurula başvuruda bulunabilir.

Kanununun 130 uncu maddesinin üçüncü fıkrası uyarınca takvim yılı esas alınarak üçer aylık dönemlerin son iş gününde fon toplam değerinin yüz binde beşi oranında kurucu tarafından hesaplanan ve portföy saklayıcısı tarafından onaylanan ücret, izleyen on iş günü içerisinde kurucu tarafından Kurul Hesabına yatırılarak ilgili dekontların ve hesaplama tablosunun bir örneği Kurula iletilir.

## 6. Yöntemin Ülkemizde Ulaştığı Uygulama Düzeyi

Yasal altyapısının oluşturulduğu 1992 yılından bu yana 23 yıl geçmiş olmasına rağmen Ülkemizde girişim sermayesi sektörünün yeterli bir gelişme göstermediğini rahatlıkla söyleyebiliriz.

Ülkemizde bu sektörde dikkat çeken bir oluşum İstanbul Risk Sermayesi Girişimi (İstanbul Venture Capital Initiative-IVCI) olarak belirtilebilir.

Lüksemburg hukukuna göre düzenlenmiş olan Şirket Ana Sözleşmesi çerçevesinde "Hisse Satın Alma Taahhüt Sözleşmesi" 13.02.2007 tarihinde imzalanarak IVCI'nın oluşumu tamamlanmıştır. IVCI'nın misyonu, kurulan fonlara yapılan yatırımlar yoluyla Türkiye'de girişim sermayesi sektörünün gelişmesinde katalizör rolü oynayarak Türk şirketlerinin finansmana erişimini sağlamaktır.

Toplam büyüklüğü 160 milyon avro olarak kesinleşen IVCI Fonu'nda; Avrupa Yatırım Fonu (EIF) 50 milyon Avro, KOSGEB 50 milyon Avro, Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı (TTGV) 40 milyon Avro ve Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş. 10 milyon Avro ile kurucular arasında bulunmaktadır. Ayrıca IVCI Fonu Çerçeve Sözleşmesinde Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş. stratejik yatırımcı, diğer kuruluşlar ise sponsor olarak tanımlanmakta olup, Banka oluşturulan şirkette bir yönetim kurulu üyesi ile temsil edilmektedir.

IVCI Fonu, Avrupa Yatırım Fonu öncülüğünde ve danışmanlığında, kuruluş yeri Lüksemburg, nihai yatırım bölgesi Türkiye olan, öncelikle Türkiye'ye yönelik olarak kurulmuş ve kurulacak alt fonlara ve ortak yatırım anlaşmaları ile doğrudan şirketlere yatırım yapacak, şemsiye (üst) fon niteliğinde bir yatırım fonudur. Uluslararası niteliğe sahip girişimin hedef yatırım alanı Türkiye olup, nihai olarak tüm sektörlerde yüksek büyüme potansiyeline ve güçlü rekabetçi yapıya sahip şirketlere yatırım amaçlanmaktadır. Belirli bir oranda ve seçilmiş şirketlere diğer yatırımcılarla

birlikte direkt yatırım da Girişimin hedefleri arasında yer almaktadır. Halen şirketin ödenmiş sermayesi 90,480 bin Avro'dur.

IVCI'nın yatırım dönemi sona ermiş olup, Eylül 2014 itibariyle bir adet eş-yatırım anlaşması kararına ilave olarak, IVCI Yatırım Komitesinin 8 adet alt fona toplam 156.792.126 Euro tutarında yatırım kararı sözleşmeye bağlanmıştır. Ayrıca Anadolu'ya yönelik olarak Avrupa Birliği kaynaklarından (IPA- Katılım Öncesi Mali Yardımı) Avrupa Yatırım Fonu kanalıyla fon aktararak oluşturulması planlanan G43 Anadolu Risk Sermayesi Fonu'na IVCI da 2.000.000 Avro ile eş yatırımcı olarak katılım sağlayacaktır.

Fonun ilk yatırımı 2009 yılı itibariyle gerçekleştirilmiş olup, IVCI'nın portföyünde halen 23 adedi Türkiye'de olmak üzere farklı sektörlerdeki toplam 32 şirkete yatırım gerçekleştirmiştir. Söz konusu yatırımların faaliyetleri, tasfiye aşamasına gelen biri dışında devam etmektedir (A.Yalçın, Türkiye Kalkınma Bankası Gn. Md. Yrd.,2015).

ABD'de 2010 yılı sonu itibariyle faaliyette bulunan toplam girişim sermayesi destekli firma sayısı 791, bu firmalar tarafından kurulan fon sayısı ise 1183'dür (Ertürk ve Sayılın, 2014: 295).

Avrupa Ülkeleri ile kıyaslandığında Türkiye, girişim sermayesi yatırımları açısından ortalamanın altında bir performans göstermektedir. Bu açıdan Türkiye, 26 ülke arasında 15. sırada yer almaktadır. Halen 45 adet girişim sermayesi ve özel sermaye fonu faaliyet göstermektedir (European Investment Fund, 2010). Bu fonların tamamı yurt dışında kurulmuş fonlardır. Bunlardan yaklaşık 12 tanesinin girişim sermayesi fonu olarak kabul edilebileceği belirtilebilir (Ertürk ve Sayılın, 2014: 197).

Avrupa ülkelerinde ise 709 girişim sermayesi firması bulunmaktadır. Bu firmaların 2006-2010 yılları arasında yaptığı toplam yatırım 38 milyar Avro'dur (European Venture Capital Association, 2011).

2003 yılından bugüne kadar Türkiye'de SPK izniyle kurulmuş 11 girişim sermayesi yatırım ortaklığı bulunmaktadır (Ertürk ve Sayılın, 2014:297).

Yatırım yapılan girişim sermayesi destekli firma sayısı Türkiye'de 2007 ve 2010 yıllarında göze batar bir sıçrama göstererek 30 ve 38 olmuştur (TTGV, S.68)

Girişim sermayeli firma sayısına kümülatif olarak bakıldığında da 2006'da 41 olan sayı 2010'da 124'e ulaşmıştır. Ancak buradaki hareketlilikte ağırlığın yabancı girişim sermayesi fonlarında olduğu görülmektedir. Oran yaklaşık 1'e 5 gibi belirtilebilir (TTGV, s.69),

2007 yılından itibaren girişim sermayesi destekli firma sayısının önemli bir artış gösterdiği Ülkemizde bugüne kadar (2012) 150'ye yakın firma

girişim sermayesi yoluyla desteklenmiştir. Ancak yerli girişim sermayesi firmalarınca fonlanan firma sayısında önemli bir artış olmamıştır(2010 itibariyle). Fonlanan firmaların yüzde 40'ı imalat sanayi sektöründedir. Bu sektördeki firmaların üçte ikisi doğal kaynağa dayalı düşük teknoloji girişimlerdir. Orta ve yüksek teknoloji girişimlerin oranı ise yüzde 34'dür. 1994-2011 yılları arasında Ülkemizde girişim sermayesi fonlarının günümüze yaklaştıkça daha yüksek teknolojiyi temsil eden girişimlere daha fazla yöneldikleri görülmektedir. Diğer bir tespit ise hem yabancı menşeli hem de yerli girişim sermayesi fonlarının portföylerinde yeni kurulmuş fonların payının çok düşük olduğudur (TTGV, s.82).

## 7. Yöntemin Uygulamasının Yaygınlaşabilmesi İçin Alınabilecek Önlemler

Girişim sermayesi finansman yönteminin uygulamasının yaygınlaştırılmasının; Batı'da geliştirilmiş olan kendisine benzer diğer yöntemler olan "melek yatırımcılık" ve "kitle fonlaması" uygulamalarının ülkemizde yaygınlaştırılması için alınabilecek önlemlerle birlikte ele alınması başlı başına bir makale olabilecek boyutta bir husustur. Bu nedenle burada sadece ana başlıklar olarak değinmekle yetinmeyi uygun buluyoruz. Bu önlemleri şöyle sıralayabiliriz:

- (i) Ülkede riskli ve uzun vadede realize edilebilecek yatırımlara aktarılacak fonların mevcudiyeti,
- (ii) Yeterli sayıda girişim sermayesi şirketinin oluşturulması,
- (iii) AR-GE ve İnovasyon'a önem veren bir toplumsal kültürün mevcudiyeti,
- (iv) Girişim sermayesi şirketine yatırılan fonları temsil eden "katılım payı belgeleri"nin satılarak karların realize edilebileceği uygun piyasanın varlığı,
- (v) Girişimcilerle girişim sermayesi şirketleri arasında katalizör kurumların oluşması,
- (vi) Yasal ve vergisel bazı önlemler,
- (vii) Katılım Bankaları, Kalkınma Bankaları ve KOSGEB gibi benzer hedeflere yönelik kurumların bu yöntemin uygulamasına yönlendirilmesi,
- (viii) Ekonomik ve siyasi istikrar,
- (ix) Faizsiz finansman bilinci ve duyarlılığının yeterli olduğu bir sosyal ve kültürel ortam.

## Sonuç

Girişim sermayesi finansman yöntemi II. Dünya Savaşı sonrasında ABD'de uygulanmaya başlayıp başarı kazanmış, daha sonra birçok gelişmiş ülkelere de yaygınlaşmış olan bir finansman yöntemidir.

Sanayileşmede önemli sayılabilecek mesafeler kat etmiş, belirli bir girişimci sınıfı oluşturmuş ama tasarrufları gerçek yatırımcı ve girişimcilere, özellikle sermaye imkanları dar olan küçük işletme sahiplerine ve ileri teknoloji içeren, riskli ama yüksek kar vaat eden yatırımlara aktarmakta pek başarılı olmayan ülkemizde de bu finansman yönteminin işlerliğe kavuşturulması oldukça önemlidir.

Türkiye’de finansal sistem büyük ölçüde bankalara dayanmaktadır. Özellikle yeni ve riskli girişimler ve küçük işletme sahipleri geleneksel finansman sisteminden uygun şartlarla ve yeterli ölçüde kaynak sağlamakta büyük güçlüklerle karşılaşmaktadırlar. İşte girişim sermayesi finansman yöntemi, bu tür girişimlerin sağlıklı bir biçimde kaynak temin edebilmesi için üzerinde muhakkak durulması ve uygulamaya geçirilmesi gereken seçeneklerden biridir. Öte yandan söz konusu finansman yöntemi, yeni teknolojilerin denenerek uygun olanlarının hayata geçirilebilmesi bakımından da oldukça elverişlidir. Yeni teknolojileri diğer ülkelerden daha önce devreye sokabilen ülkeler uluslar arası rekabette de avantaj kazanacaklardır.

Bu yöntem başarılı biçimde işlerliğe kavuşturulabilirse, ülkemiz ekonomisi açısından ciddi bir ekonomik potansiyel harekete geçirilebilir. Bu yolla ekonomik hareketlilik artarak rekabet ortamı da önemli ölçüde güçlenebilir.

Ülkemizde İslami finansman yöntemleri, Katılım Bankalarının (Özel Finans Kurumları) faaliyete geçmesiyle uygulanmaya başlamıştır. Bu bankaların uyguladığı yöntemler içinde İslami (faizsiz) finansman yöntemi olması hususunda tartışmalar olan murabaha çok ağırlıklı bir yer tutmaktadır. Tartışmasız faizsiz finansman yöntemleri olan mudarebe ve muşareke ise çok düşük oranda uygulama alanı bulmaktadır. Girişim sermayesi finansmanı bu iki yönetime büyük ölçüde benzemekte olduğundan, İslami finansman yöntemleri arasında kabul edilmek durumundadır. İster bağımsız girişim sermayesi şirketlerinin oluşumuyla, isterse katılım bankalarının kendi içinde bir birim oluşturması yoluyla uygulamasının geliştirilmesi, ülkemizde faizsiz finansman uygulamalarının yaygınlaşmasına katkıda bulunacaktır.

Şu anda ülkemizde girişim sermayesi finansmanı uygulamasının çok yetersiz olduğunu bu çalışmamızda belirlemiş bulunuyoruz. Çalışmamızda yöntemin ülkemiz açısından önemi ve yararları da ayrıntılı bir biçimde açıklanmıştır. Yöntemin uygulamasının yaygınlaştırılabilmesi için bazı engellerin aşılması ve bazı adımların atılması gerekmektedir. Ancak bu hususların ayrıntılı olarak incelenmesi bu makalenin hacmini çok genişleteceği için, bu incelemeyi başka bir makaleye bırakarak burada söz konusu hususları ana başlıklar halinde belirtmekle yetindik.

## Kaynakça

- AKKAYA, Göktuğ Cenk ve M. Yılmaz İÇERLİ(2001):”KOBİ’lerin Finansal Problemlerinin Çözümünde Risk Sermayesi Finansman Modeli”, *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, c.3, s.3, İzmir.
- ARK, A. H. (2002): “Risk Sermayesi: Tarihsel Gelişimi ve Türkiye Ekonomisinin Yeniden Yapılandırılmasında Potansiyel Rolü ve Önemi”, *Activeline*, Mart-Nisan.
- BULUT, H. İbrahim ve Bünyamin ER (2009), “Katılım Bankacılığında İki Yeni Finansal Teknik Önerisi: Mudaraba-Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları ve Mudaraba-Risk Sermayesi Yatırım Fonları”, Finansal Yenilik ve Açılımları ile Katılım Bankacılığı, Türkiye Katılım Bankaları Birliği Yayını, İstanbul.
- BÜYÜKAYDIN, Ayşegül (1988): “*Risk Sermayesi*”. Basılmamış Yüksek Lisans Tezi. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü..
- BYGRAVE, D. William and Jeffrey A. TIMMONS (1992): *Venture Capital At The Crossroads*, Harvard Business School Pres, Boston, Massachusetts.
- CANBAŞ, Serpil(1992): ”Küçük İşletmeciliği ve Girişimciliği Teşvik Aracı Olarak Risk Sermayesi ve Türkiye’de Uygulama Olanakları”, *Modern Finansman Araçlarının Esnaf-Sanatkar ve Küçük İşletmeler Açısından Değerlendirilmesi Sempozyum Tebliğleri*, Yayına Hazırlayan: Tamer Müftüoğlu, TES-AR Yayını, Ankara.
- ÇİZAKÇA, Murat (1993): *Risk Sermayesi Özel Finans Kurumları ve Para Vakıfları*, İSAV Yayını, İstanbul.
- ÇONKAR, M. Kemalettin (1995): Risk Sermayesi Finansman Yöntemi:- Türkiye İçin Önemi, Başarı Koşulları ve Uygulama İmkanları, *Erciyes Üniversitesi İİBF Yayını*, No.3, Kayseri.
- ÇONKAR, M. Kemalettin (2007):*Risk Sermayesi Finansman Yöntemi*, İstanbul Ticaret Odası, Yayın No: 61.
- ERTÜRK, Hakan ve Güven SAYILGAN (2014): *Girişim Sermayesi Fonları ve Bu Fonların Geliştirilmesinde Kamunun Rolü*, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi, C. 43, S.2.
- ESER, Serdar (1990): *Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin Sermaye Piyasasından Finansmanı ve Risk Sermayesi (Venture Capital)*, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara.

- EUROPEAN INVESTMENT FUND, “December 2010”, [http://www.eif.org/what we do/equity/news/2010/2010\\_ivci.htm](http://www.eif.org/what_we_do/equity/news/2010/2010_ivci.htm), 25 Ağustos 2015.
- EUROPEAN VENTURE CAPITAL ASSOCIATION, “Yearbook 2011”, [http://www.evca.eu/uploadedfiles/Home/Knowledge Center /EVCA Research/Statistics/Yearbook/Evca Yearbook 2011.pdf](http://www.evca.eu/uploadedfiles/Home/Knowledge_Center/EVCA_Research/Statistics/Yearbook/Evca_Yearbook_2011.pdf). 26 Ağustos 2015.
- FETTAHOĞLU, Abdurrahman (1992): *Riziko Sermayesi Finansı*, KOSGEB Yayını, Ankara.
- GLADSTONE, David (1988), *Venture Capital Handbook*, New and Revised, Prentice Hall Englewood Cliffs, New Jersey.
- İŞERİ, F. Esra (1993): *Risk Sermayesi*, Ankara: BİAR-Konrad Adenauer Stiftung.
- KUMAŞ, Mehmet Salih (2007), “Faizsiz Bir Finans Yöntemi Olarak Venture Capital Sistemi ve İslam Bankacılığı ile Mukayesesi”, *Uludağ Üniversitesi İlahiyat Fakültesi Dergisi*, C.16, S.1, Bursa.
- METRICK, Andrew (2007): *Venture Capital and The Finance of Innovation*, John Wiley and Sons Inc..
- ÖZGÖK, Seda, Kişisel internet sayfası, <http://www.sedagok.com/?p=384> Erişim Tarihi: 10.04.2017.
- ÖZKÖK, İ. Cem (1992): “*Bir Finansman Türü Olarak Risk Sermayesi (Venture Capital) ve Uygulama Örnekleri*”, *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, C.7, S.1.
- RESMİ GAZETE, 2 Ocak 2014 tarihli 28870 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği, Ocak:2014
- SARIASLAN, Halil (1992): “*Venture Capital (Risk Sermayesi) Finansman Modeli ve Türkiye’de Uygulama Olanakları*”, *Ankara Sanayi Odası Dergisi Özel Eki*, y.16, s.113, Ocak-Şubat.
- TUNCEL, Kürşat (2000), *Risk Sermayesi Finansman Modeli Dünya Uygulamalarının Analizi ve Türkiye İçin Özgün Bir Model Önerisi*, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, No:37, Ankara.
- TUNÇ, Hüseyin (2013), *Katılım Bankacılığı-Felsefesi, Teorisi ve Türkiye Uygulaması*, Nesil Yayınları, İstanbul.
- YALÇINCI, Adnan (2015): *Türkiye Kalkınma Bankası Gn.Md.Yrd.*,
- YAZICI, Mehmet, *Turcomoney*, <https://www.turcomoney.com/turkiyede-melek-yatirimcilik.html> Erişim Tarihi : 10.04.2017.



YILDIRIM, Jülide (1991): “*Küçük ve Orta Boy İşletmeler ve Risk Sermayesi*”  
, Yüksek Lisans Tezi İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü,  
İstanbul, (Basılmamış).