



Girişim sermayesi fonları ve bu fonların geliştirilmesinde kamunun rolü

Hakan Ertürk¹

İşletme Anabilim Dalı
Sosyal Bilimler Enstitüsü,
Ankara Üniversitesi, Ankara, Türkiye

Güven Sayılğan²

İşletme Bölümü
Siyasal Bilgiler Fakültesi,
Ankara Üniversitesi, Ankara, Türkiye

Özet

Bu çalışmada; kamunun girişim sermayesi finansman modelini geliştirmeye yönelik politikaları ve uyguladıkları programlar, bu politika ve programların başarısı ayrıntılı olarak incelenmiş ve iyi uygulama örneklerinin ana özellikleri çıkarılmıştır. Bunun yanı sıra Türkiye'deki girişim sermayesi finansman modelinin durumu fon yöneticileri ile yapılan saha araştırması ve bu alandaki çalışmalar taranarak ortaya konmuş ve iyi uygulama örneklerinden yola çıkarak girişim sermayesinin geliştirilmesi için politika önerileri geliştirilmiştir.

Anahtar Sözcükler: Girişim Sermayesi, Özel Sermaye Fonları, Özel Sermaye, Fonların Fonu, Erken Aşama İşletme

Venture capital funds and the role of governments to improve these funds

Abstract

In this study; existing programs and the government's policies for the improvement of venture capital financing model in addition to this, the success of these policies and programs are researched in detail, and main characteristics of best practices are drawn. Besides, doing field research with venture capital fund managers and looking the related research put the status of venture capital financing models in Turkey forth. And finally, the policy recommendations to improve venture capital are suggested based on best practices and the field research.

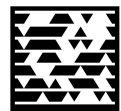
Keywords: Venture Capital, Private Equity Funds, Private Funds, Fund of Funds, Early Stage Business

1. Giriş

Ülkelerin refah seviyelerinin yükselmesinde iyi çalışan bir girişimcilik ekosisteminin varlığı çok önemli roller oynamaktadır. Girişimcilik ekosisteminin iyi çalışması için ne yapılması gerektiği sıklıkla tartışılan bir konu olmuştur. Girişimcilerin en önemli problemlerinin neler olduğu bu bağlamda yapılan araştırmalardan birisidir. Araştırmalar girişimcilerin faaliyetlerini sürdürürken karşılaştıkları problemlerden en önemlisinin finansmana erişim olduğunu göstermektedir. Girişimcilerin finansmana erişimde çeşitli finansal araçlar vardır. Bu finansal araçlar varlık temelli araçlardan (finansal kiralama, faktoring vs.) borçlanma (banka kredisi, tahvil ihracı vs.) temelli araçlara ve özkaynak (girişim sermayesi, melek yatırımcılık) temelli araçlara kadar çeşitlilik göstermekte dolayısıyla işletme finansmanının farklı yelpazelerinde yer almaktadır. Yenilikçi ve büyüme potansiyeli yüksek girişimcilerin finansmanında GS ve melek yatırımcılık birlikte öne çıkmaktadır. Melek yatırımcılar, kişisel servetlerini tecrübe ve birikimleri ile birlikte yenilikçi ve büyüme potansiyeli taşıyan girişimcilere sermaye aktarımı yoluyla ortaklık kurarak gerçekleştiren gerçek kişilerdir. Bu

¹ hakan.erturk@hazine.gov.tr (H. Ertürk)

² sayilgan@ankara.edu.tr (G. Sayılğan)



kişileri GS'den ayıran temel unsur melek yatırımcıların GS fonlarının aksine kendi kişisel servetlerini yatırımlarda kullanmalarıdır. Diğer önemli bir farkta melek yatırımcıların daha erken aşama şirketlere yatırım yapmalarıdır. Girişimciler tarafından melek yatırımcıların ve GS'nin tercih edilmesinin temel nedeni bu aracın uzun vadeli finansman olması ve finansmanın yanı sıra girişimcilerin profesyonel yönetim anlayışına daha uygun koşullarda erişmesine olanak sağlamasıdır. GS gelişmiş bir finansal araç olup bu aracın gelişmesi ve yaygınlaşarak belli bir büyüklüğe erişmesi amacıyla birçok ülkede birbirinden farklı politikalar ve programlar uygulanmış ve uygulanmaktadır. Bu çalışmada Türkiye'de GS faaliyetlerinin yaygınlığı, gelişmişlik seviyesi ve derinliği araştırılmış ve girişimciliğin finansmanında bu kadar önemli bir aracın Türkiye'de yaygınlaştırılması için neler yapılması gerektiği bu alanda önemli ilerleme kaydetmiş ülkeler tarafından uygulanan politikalar ve uygulamalar analiz edilerek geliştirilmiştir.

Yatırım yapılan işletmelerden alınan hisselerin, orta ve uzun vadede satılması ile yüksek riske orantılı yüksek getiri sağlanması prensibine dayanan GS, iş fikri üreterek hızlı büyüme potansiyeli sağlayan erken aşama firmalara bir finansman seçeneği olarak sunulmaktadır. GS fonları genelde genç, dinamik, hızlı büyüme ve yüksek karlılık potansiyeli olan ancak yatırım ve büyümenin gerçekleştirilmesi için gerekli olan finansal kaynakların temininde sıkıntı çeken küçük boyutlu işletmelere genelde sermaye koyarak ortak olarak kaynak aktarmaktadır. Dolayısıyla sağlanan finansman kaynağı uzun vadeli, geri ödemesiz ve faizsizdir. Ortak olunan şirkete yeni ürün ve hizmet geliştirme, kurumsallaşma konularında yardımcı olunmaktadır. Küresel marka haline gelmiş Apple, Intel, Facebook, Microsoft henüz erken aşama şirketler iken GS yatırımları tarafından desteklenmiştir.

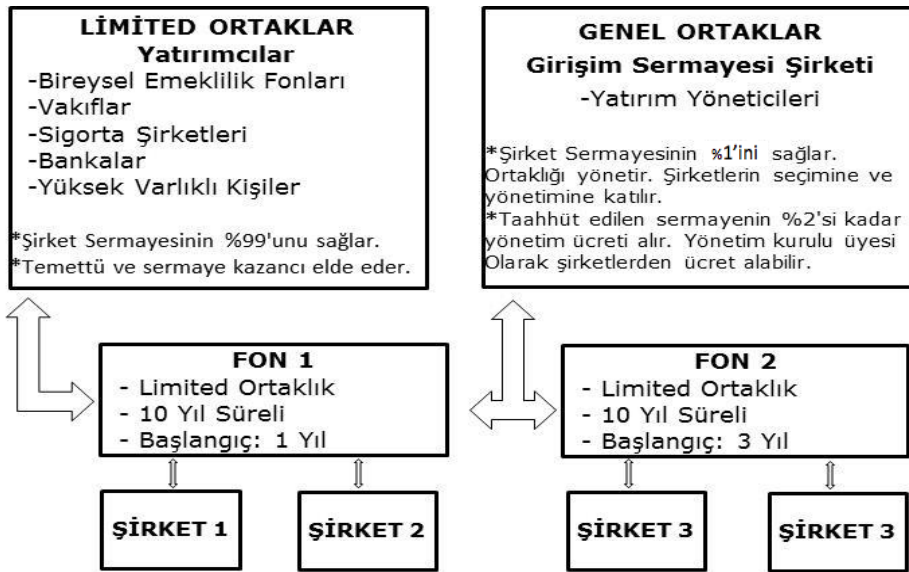
Günümüzde faaliyette bulunan GS fonları kuruluş amaçlarına uygun ve sınırlı süreyle kurulmuş ve bu amaçlarına uygun yatırım yapmaktadırlar. Bu fonlar ortalama 10 yıl faaliyet göstermektedir. İlk 5 yıl yatırım yapılmakta, kalan 5 yılda ise yatırımların değerlendirilmesi için çalışılmaktadır. GS fonu yöneticileri bu aşamada yatırım yapılan şirketlerin icra kurulunda da görev almaktadır. Böylece erken aşama şirketlerin kurumsallaşması ve daha verimli çalışması yönünde önemli katkı sağlamaktadırlar. 10 yıl içinde yatırım yapılan şirketlerden halka arz, stratejik satış veya başka bir fona satış yoluyla çıkış yapılmakta, 10 yılın sonunda ise fon tasfiye edilmekte ve sağlanan getiri fonun hissedarlarına ödenmektedir.

GS fonları yatırımcılardan topladığı (genellikle taahhüt olarak) fonları halka açık olmayan özel şirketlere genellikle sermaye olarak aktarırlar. GS fonlarının işletmelere yaptıkları yatırımlarda genelde borç kullanılmamaktadır. GS şirketlerinin ortaklık yapısına baktığımızda iki tür hissedar bulunmaktadır: Lider ortak (general partner) ve limited ortak (limited partner). Limited ortak, GS fonuna %99 oranında sermaye koyan ana hissedardır. Lider ortak, GS fonunun yöneticisi olup, fona %1 civarında sermaye koymaktadır. Limited ortak, fonun yükümlülüklerine ilişkin olarak sınırlı sorumludur. Lider ortaklar ise sınırsız sorumludur. Ancak genelde borç kullanılmadığı için sınırsız sorumlu olmak çokta önem arz etmemektedir. Bu model ABD ve Birleşik Krallık'da yaygın olarak kullanılmış ve başarısını kanıtlamıştır. Japonya da bu modeli 1997 yılında uygulamaya koymuştur. 100 kişiden az hissedarı olan bu ortaklık yapısı sermaye artırım sürecini daha verimli hale getirmekte, sınırlı süreli kurulabilmesi sayesinde fon tasfiyesi kolaylaşmaktadır. Başarısı nedeniyle bu model GS dışında serbest yatırım fonlarında (hedge funds) ve diğer özel sermaye (private equity) fonlarında da kullanılmaktadır [1].

GS fonları değişken sermayeli olup, limited ortaklar fonun kuruluş aşamasında belirli bir sermayeyi yatırıma başlamadan önce taahhüt etmektedirler. Fonun karşısına uygun bir yatırım çıktığında ya da portföydeki bir şirkete yeni bir yatırım turu başladığında taahhüt edilen sermayenin belirli bir bölümünü ödemeleri için yatırımcılara çağrı yapılmaktadır. Sistemin sağlıklı çalışması için, taahhüt ettiği halde sermaye ödemesine katılmayanlar için ciddi maddi yaptırımlar işletilmektedir.

GS fonlarının yatırım süreci uzun süreli ve karmaşıktır. Genelde 10'dan daha az profesyonel çalıştıran bu fonlar 2'şer ya da 3'er kişilik takımlar vasıtasıyla faaliyetlerini sürdürmektedir. Yatırım sürecinde fonun ölçütlerine bağlı olarak 100 ila 1000 şirket genel taramadan geçmektedir. Bu ilk tarama çeşitli veri tabanlarının belirli filtrelerle süzülmesini içermektedir. Sonrasında belirlenen şirketlerin analizi yapılmakta, bu şirketlerin yöneticileri ile görüşmeler gerçekleştirilmektedir. Due diligence (durum tespiti) aşamasına geçildiğinde ise eldeki şirket sayısı 3'e kadar inmektedir. Hisse bedeli ve ortaklık koşulları üzerindeki müzakerelerin tamamlanmasını müteakip anlaşma imzalanmakta, GS fonları şirkete aktarılmaktadır. Bu süreç ortalama 3-6 ay sürmekle birlikte, 1 yıla kadar çıkabilmektedir.

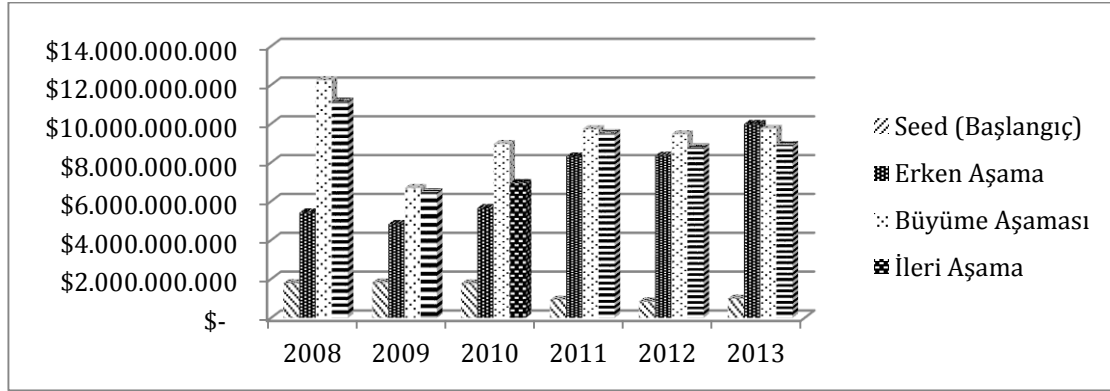
GS fonları daha ziyade erken aşama şirketlere yatırım yapmakta olup, bu fonların yatırım yapılan işletme başına yaptığı ortalama yatırım tutarı genelde özel sermaye fonlarından (Private Equity Fund) daha düşüktür. Bu çerçevede Avrupa'daki ayrıma göre özel sermaye fonları genelde belli bir düzeye gelmiş şirketlere yatırım yapmakta, buna karşılık GS fonları ise daha küçük ölçekli erken aşama şirketlerine yatırım yapmaktadır. ABD'de Özel Sermaye (Private Equity), GS'yi de kapsayan genel bir tanım olup, GS "Özel Sermaye" şirketlerinin altında erken aşama şirketlere yönelik yatırımlar yapan fonları ifade etmektedir. Ancak pratikte bir fon kendi kriterleri doğrultusunda farklı gelişim aşamasındaki şirketlere aynı anda yatırım yapabilmektedir. Bu nedenle GS-Özel Sermaye ayrımını yapmak kolay olmamaktadır. GS fonlarının işleyişine ilişkin genel yapı aşağıda Şekil 1'de yer almaktadır:



Şekil 1 GS Fonlarının İşleyişine İlişkin Genel Yapı

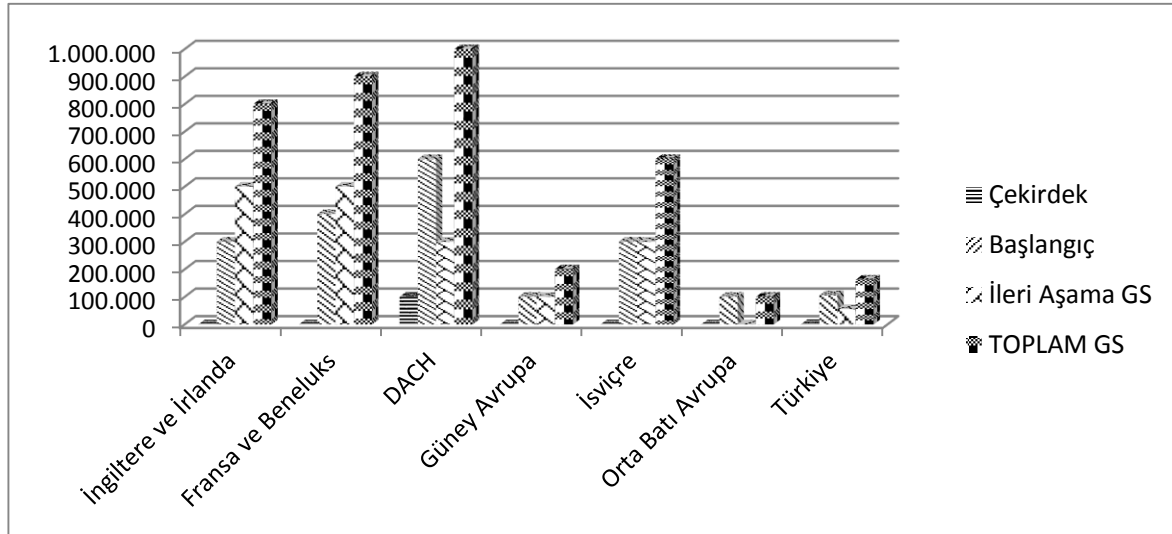
2. Türkiye'de ve Dünya'da Girişim Sermayesinin Gelişimi

GS modeli İlk olarak ABD'de ortaya çıkmıştır. ABD'de yıllık ortalama 25 milyar ABD Doları tutarında GS yatırımı yapılmaktadır. Şekil 2'de ayrıntıları verilen ABD'deki GS yatırımlarının 2008-2013 yılları arasındaki toplamı 160,7 milyar ABD Doları civarındadır. ABD'de 2010 yılı sonu itibarıyla faaliyette bulunun toplam GS firma sayısı 791 bu firmalar tarafından kurulan fon sayısı ise 1.183'dür [2]. Şekil 2'de göze çarpan en önemli değişim, yıllar boyunca erken aşama şirketlere yapılan yatırımların toplam yatırımlar içindeki oranında gözlenen belirgin artış eğilimidir.

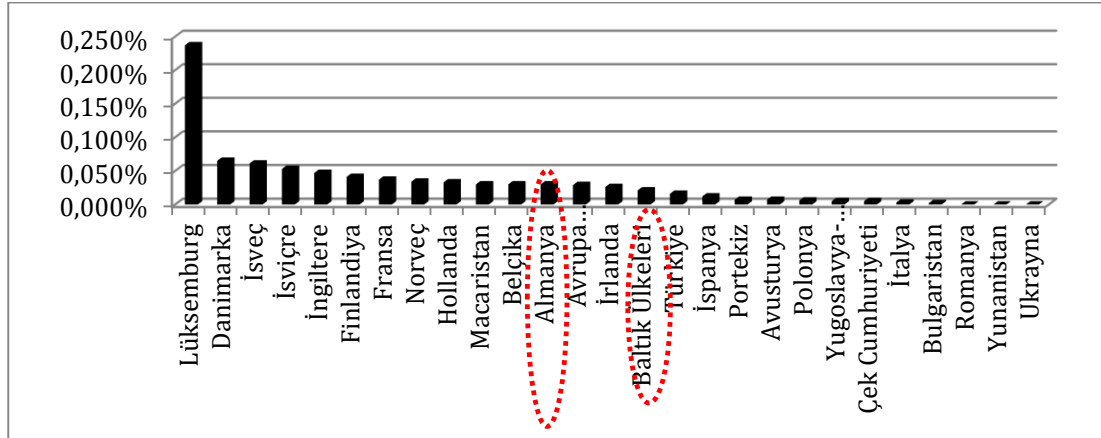


Şekil 2 ABD'deki GS Yatırımlarının Aşamalarına Göre Dağılımı (ABD Doları)[3]

Aşağıdaki Şekil 3'te ise Avrupa ülkelerinde 2012 yılında yapılan GS yatırımlarının aşamalarına göre dağılımı ile GS alanında veri bulunmadığından Türkiye'ye ilişkin tahminler yer almaktadır. Türkiye için yıllık GS yatırımlarının yaklaşık 120 milyon Avro olduğu tahmin edilmektedir. Bu yatırım büyüklüğünün iyimser varsayımlar altında oluşturulduğu düşünülmektedir. Bu tutarın aşamalara göre dağılımı da Türkiye için bilinmemektedir. Bu nedenle Avrupa ülkelerinin ortalamasına yakın bir dağılım olacağı varsayılarak 120 milyon Avro yatırım aşamalarına göre sınıflandırılmıştır.



Şekil 3 2012 Yılında Avrupa'da Yapılan GS Yatırımlarının Aşamalarına Göre Dağılımı (Bin Avro)[4]



Şekil 4 2012 Yılında Avrupa'da Yapılan GS Yatırımlarının GSYH'ye Oranı[4]

Şekil 4'ten de açıkça görüleceği üzere, Türkiye GS yatırımları açısından ortalamanın altında bir performans sergilemektedir. GS yatırımlarının GSYH'ye oranlandığı şekil 4'te Türkiye 26 ülke arasında 15. sırada yer almaktadır. Türkiye son yıllarda yurt dışında kurulmuş GS ve özel sermaye fonlarının cazip bulunduğu önemli merkezlerden biri olmaya adaydır. GS aktivitelerine baktığımızda, halen 45 adet GS ve özel sermaye fonu faaliyet gösterdiği görülmektedir [5]. Bu fonların tamamı yurt dışında kurulmuş fonlardır. Kesin olarak sınıflandırılması mümkün olmamakla birlikte bunlardan 12'sinin GS fonu olarak değerlendirilebileceği düşünülmektedir.

Avrupa ülkelerinde ise 709 tane GS firması bulunmaktadır. Bu firmaların 2006-2010 yılları arasında yaptığı toplam yatırım 38 milyar Avro'dur. Özel sermaye yatırımları da dahil edildiğinde bu tutar 264 milyar Avro'ya çıkmaktadır [6]. Bunlara ilaveten 2003 yılından bugüne kadar Türkiye'de SPK izniyle kurulmuş 11 girişim sermayesi yatırım ortaklığı (GSYO) bulunmaktadır.

3. Girişim Sermayesi Gelişmişlik Düzeyinin Belirleyicileri

Birçok ülke, farklı modeller geliştirerek etkin bir GS sektörü oluşturmaya çalışmış, sektörün büyümesine katkı sağlama arayışına girişmiştir. Konu hakkında yapılan literatür taraması sonuçlarına göre bir ülkede GS sektörünün gelişimi 6 temel değişken üzerinden değerlendirilmektedir [7].

3.1.1. Ekonomik Faaliyet

Ekonominin büyüklüğü ve büyüme hızı, hane halkının genel refah düzeyi kurulan yeni şirket sayısını doğrudan etkilemektedir. Ekonomi büyüdükçe yeni şirketler de kurulmakta ve GS için yeni fırsatlar ortaya çıkmaktadır. Ayrıca refah düzeyinin artışı ile tasarruflar yükselmekte ve GS'ye akan fon miktarı artmaktadır.

3.1.2. Girişimcilik Kültürü ve Yatırım Fırsatları

Bir ülkenin Ar-Ge ve yenilikçilik kapasitesi, hane halkının yeni teknolojilere hızla uyum sağlaması, bunun yanında yeni bir şirket kurmanın, şirketi yönetmenin ve tasfiye etmenin kolay olması gibi iş ortamının kolaylığı da GS'nin gelişmesi için önemlidir.

3.1.3. Sermaye Piyasasının Derinliği

Halka arz sürecinin kolay olduğu gelişmiş bir menkul kıymetler borsasının varlığı GS'lerin yatırımlardan çıkışı için faydalı olmaktadır. Borsanın likiditesi, büyüklüğü, halka arz sayısı,

birleşme ve satın alma faaliyetleri, finansmana erişimin kolay olması yatırımcıların dikkat ettiği unsurlardır. Örneğin, banka merkezli bir sermaye piyasası olması GS için olumsuz bir durumdur. Bankaların kredi vermede muhafazakâr davranarak erken aşama şirketlere kaynak sağlamaması girişimciliğin gelişmesini engellemektedir.

3.1.4. Vergilendirme

Vergilerin sektör üstündeki etkisi tartışmalı bir konudur. Ancak kurumlar vergisinin düşük olması, GS yatırımcıları için vergi teşvikleri sağlanması, GS'ler üstündeki idari yükümlülüklerin azaltılması olumlu sayılabilecek etkenlerdir. Bazı ülkelerde yeni şirket kurulmasını teşvik etmek için gelir vergisi oranları kurumlar vergisi oranlarından yüksek tutulmaktadır.

3.1.5. Yatırımcının Korunması ve Kurumsal Yönetim İlkeleri

GS fonları karmaşık hukuki sözleşmeler üzerine inşa edilmektedir. Bu fona yatırım yapanların hukuki açıdan korunması ve mahkeme süreçlerinin en kısa sürede tamamlanması yatırımcılar için elzemdir. Bu çerçevede, yatırımcıların ve telif haklarının korunduğu güçlü bir yasal altyapının kurulması, sağlam kurumsal yönetim ilkelerinin yerleştirilmesi, donanımlı yardımcı kurumların (yatırım bankaları, denetim ve danışmanlık şirketleri, hukuk büroları) varlığı GS'nin etkinliğini artırmaktadır.

3.1.6. İnsani ve Toplumsal Çevre

Bir ülkedeki eğitimin kalitesi beşeri sermayenin kalitesini doğrudan belirlemektedir. Eğitim sisteminin girişimci yetiştirmeye yönelik kurgulanması GS faaliyetlerinin artması için önemlidir. Araştırmacılık, yenilikçilik kültürünü desteklemeye yönelik üniversite programlarının sayısının yükseltilmesi de girişimcilik kültürü ve kapasitesinin artırılmasında faydalı olmaktadır. İşgücü piyasasının esnek olmaması, rüşvetin, yolsuzluğun, kayıt dışı ekonominin fazla olması, bürokratik engellerin yüksek olması ise GS'yi olumsuz yönde etkilemektedir.

Groh, Liechtenstein ve Lieser tarafından 2008'de yapılan çalışmada yukarıdaki değişkenler için yüzdesel ağırlıklar hesaplanmış ve AB'ye üye ülkeler bu ağırlıklar üzerinden puanlanarak GS için en uygun ülkeler tespit edilmeye çalışılmıştır. Bu çalışmada Türkiye yer almamaktadır. Söz konusu çalışma sonuçlarına göre değişkenlerin yüzdesel ağırlıkları şöyledir: Yatırımcının korunması ve kurumsal yönetim ilkeleri %19, vergilendirme %17, sermaye piyasasının derinliği %17, ekonomik faaliyet: %16, insani ve toplumsal çevre %16, girişimcilik kültürü ve yatırım fırsatları %15'tir. Değişkenlerin ağırlıkları birbirine yakın olmakla birlikte GS'nin gelişmesi için en önemli değişken olarak yatırımcının korunması ve kurumsal yönetim ilkeleri ortaya çıkmaktadır. GS için en uygun ülkelerin Birleşik Krallık, İrlanda, Danimarka, İsveç ve Norveç olduğu çalışmada belirtilmiştir.

Yine Groh, Liechtenstein ve Lieser tarafından 2010 ve 2011 yılları için benzer değişkenler kullanılarak dünya çapında Türkiye'yi de içeren kapsamlı ve ayrıntılı çalışmalar yapılmıştır [8]. Ancak bu kez yüzdesel ağırlıklar önemli değişikliklere uğramıştır. 2011 yılındaki çalışmada GS için hesaplanan değişkenlerin yeni yüzdesel ağırlıkları şöyledir: girişimcilik kültürü ve yatırım fırsatları %26, sermaye piyasasının derinliği %21, yatırımcının korunması ve kurumsal yönetim ilkeleri %16, ekonomik faaliyet %16, insani ve toplumsal çevre %16, vergilendirme %5'dir. Yeni çalışmada vergilendirmenin ağırlığı radikal şekilde azalmıştır. Çalışma kapsamında yapılan analizler neticesinde kurumlar vergisi ile GS faaliyetleri arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. GS için en uygun 6 ülke olarak ABD, Singapur, Birleşik Krallık, Kanada, İsviçre ve Japonya öne çıkmaktadır. Türkiye ise 80 ülke arasında kendine 39. sırada yer bulabilmiştir. Türkiye'nin en zayıf olduğu alanlar olarak sırasıyla insani ve toplumsal çevre, yatırımcının korunması ve kurumsal yönetim ilkeleri, ekonomik faaliyet, sermaye piyasasının derinliği, girişimcilik kültürü ve yatırım fırsatları

öne çıkmaktadır. Vergilendirme ise en güçlü olduğumuz alan olarak kendini göstermektedir.

4. Seçilmiş Bazı Ülkelerdeki Girişim Sermayesi Politikalarının Karşılaştırılması

Bu bölümde dünyadaki GS politikaları açısından önde gelen ülkelerdeki GS destek programları özetlenmiştir. Sağlanan kamu desteklerinin başarıları karşılaştırılmış ve bu bölümden elde edilen çıkarımlar ile Türkiye’de GS politikalarında izlenmesinin faydalı olacağı düşünülen politikalar ortaya konulmuştur. Aşağıdaki ülkelerin seçilmesinde GS’nin geliştirilmesine yönelik olarak aktif politika uygulayan ülkeler, başarılı modeller ve özellikle GS politikalarının başarısız olduğu ülkeler seçilmiştir. ABD bu alanda en gelişmiş GS sektörüne sahip olmakla birlikte federal hükümet tarafından bu sektörün geliştirilmesine yönelik aktif bir politika uygulamasının olmaması bu ülkenin çalışma kapsamından çıkarılmasına neden olmuştur. GS’ne yönelik politikalar bakımından ülke karşılaştırmaları, temel olarak Duruflé’den [9] yararlanılarak ve diğer literatür taramasından elde edilen bilgiler ışığında aşağıda yapılmaya çalışılmıştır:

4.1. Kanada

Kanada Dünya’da GS’yi desteklemeye yönelik bir çok programa sahip en önde gelen ülkedir. Ülkede hem ulusal çapta hem de bölgesel alanlara özel bir çok GS fonları kurulmuştur. Kanada tarafından uygulanan programlar tüm ülkeler için politika uygulayıcılara önemli bir tecrübenin paylaşılmasına olanak sağlamaktadır.

4.1.1. Kamunun Şirketlere Doğrudan Yaptığı Yatırımlar

Business Development Bank of Canada (BDC), Kanada’daki kamuya ait bir bankadır. Bölgesel kalkınma ajansı olarak çalışan Federal Economic Development Agency for Southern Ontario (FedDEV Ontario) tarafından Ontario bölgesindeki yeni şirketlere finansman sağlanması için 50 milyon Kanada Doları BDC’ye tahsis edilmiştir [10]. *Alberta IVAC Capacity Builder*, Alberta Eyaleti tarafından teknoloji odaklı ve yenilikçi şirketler tarafından kullanılmak üzere bir GS fonu oluşturulmuştur [11]. Bu fon AVAC şirketi aracılığıyla kullanılmaktadır. AVAC ise kar amacı gütmeyen, bölgedeki sektör temsilcileri tarafından yönetilen bir kuruluştur. *Ontario Investment Accelerator Fund*, Ontario eyaleti tarafından oluşturulan fon, MaRS isimli muhtelif sektör temsilcilerinin oluşturduğu platform tarafından yönetilmektedir [12].

4.1.2. Ortak Yatırım Fonları

Ontario Emerging Technologies Fund (OETF), toplam 250 milyon Kanada Doları büyüklüğünde bir kamu fonu olup, ilk beş yıl için en fazla 50 milyon dolarlık taahhütte bulunacaktır. Ontario bölgesindeki yenilikçi firmalara yönelik yatırımlar, özel sektördeki kalifiye ortak yatırımcılarla ortaklaşa ve eşit koşullarda yapılmaktadır. Belirli nitelikleri haiz olması gereken ortak yatırımcılar, OETF tarafından belirlenmektedir. Finansman imkanından faydalanmak isteyen firmalar, başvurularını OETF tarafından seçilmiş ortak yatırımcılar aracılığıyla yapmaktadırlar. OETF, Ontario Araştırma ve Yenilikçilik Bakanlığı’nın kuruluşu olan Capital Growth Corporation tarafından yönetilmektedir [13].

4.1.3. GS Fonları Aracılığı İle Yapılan Kamu Yatırımları (Fonların Fonu)

B.C. Renaissance Capital Fund, British Columbia eyaleti tarafından oluşturulan B.C. Immigrant Investment Fund tarafından kurulmuştur ve yönetilmektedir. Büyüklüğü 90 milyon Kanada Doları olup, bölgede faaliyet gösteren GS fonlarına yatırım yapmaktadır [14]. *Alberta Enterprise Corporation*, Alberta eyaleti tarafından kurulan şirket bölgedeki

kalifiye GS fonlarına yatırım yapmaktadır. Büyüklüğü 100 milyon Kanada Dolardır [15]. *Alberta IVAC Capacity Builder*, yukarıda detayları verilen yapı, 15 milyon Kanada Doları tutarındaki kaynağı GS fonlarına ayırmıştır. *Quebec Technology Seed Funds*, Quebec eyaleti tarafından kurulan fon bölgedeki üç özel sektör tohum fonuna (seed fund) yatırım yapmaktadır. Büyüklüğü 100 milyon Kanada Dolarıdır [16]. *BDC Fund of Funds*, Tandem isimli özel sektör GS fonuna 85 milyon Kanada Doları yatırım yapılmıştır [17].

Ontario Venture Capital Fund, toplam büyüklüğü 205 milyon Kanada Doları olan özel sektör fonuna kamu tarafından 90 milyon Kanada Doları ayrılmıştır. Hem kamu hem özel sektörün yatırım yaptığı Ontario Venture Capital Fund tarafından özel sektör yatırımcıların korunması için getiri artırıcı önlem alınmıştır. Buna göre özel sektör yatırımcılarının, kamunun hissesini belirli bir fiyattan satın alma hakkı vardır [18]. *Teralys Capital*, toplam büyüklüğü 825 milyon Kanada Doları olan özel sektör fonuna kamu tarafından 200 milyon Kanada Doları ayrılmıştır [19].

4.1.4. Genel Yapı

Kanada'da kamunun desteklediği GS fonlarının büyüklüğü toplam sektörün %50'sini bulmaktadır. Bu oran ABD'de %5 düzeyindedir. GS'nin Kanada'da başarılı olmasının en önemli nedenlerinden biri GS fonlarının, hissedarı oldukları şirketleri elden çıkarmak için halka arz ya da stratejik satış yolunu etkin şekilde kullanabilmeleridir. Kanada'da halen TSX Ventures Exchange isimli borsa aktif şekilde faaliyet göstermektedir. Bu borsa nispeten yeni kurulmuş teknoloji odaklı şirketlere hitap etmekte olup, kote olma ölçütleri ve standartları düşüktür. Kanada ulusal borsasına kote olacak kadar başarılı olamayan şirketler TSX Ventures Exchange'de halka arz edilmekte ve GS fonlarının elini rahatlatmaktadır.

Diğer taraftan, Kanada'da kamunun GS'ye katkısı birçok akademik çalışmada ele alınmıştır. Cumming ve MacIntosh'un [20] ile Brander, Raphael ve Werner [21] tarafından yapılan çalışmalarda kamu tarafından desteklenen GS fonlarının, tamamen özel sektör tarafından desteklenen fonlara kıyasla daha düşük performans gösterdiği ortaya konmuştur. Brander, Egan ve Hellmann [22] tarafından yapılan çalışmada ise kamu destekli GS fonlarının değer yaratma (halka arz, satın alma-birleşme), karlılık, yenilikçilik, istihdam oluşturma kabiliyetleri özel sektördekiyle karşılaştırılmıştır. İstihdam hariç diğer üç alanda kamu destekli GS fonları daha düşük performans göstermiştir. İstihdam alanında çıkan istatistikî sonuçlar ise hüküm vermeye yeterli değildir. Kamu destekli fonların daha başarısız olmasının nedenleri arasında insan kaynakları politikalarının esnek olmaması, daha düşük getiri eşiği (hurdle rate) belirlemeleri, yavaş davranmaları, politik müdahaleye açık olmaları sayılmaktadır.

Bununla birlikte kamu destekli GS fonları tarafından finanse edilen ve başarılı olmuş şirketlerden birisinin dünyaca ünlü Black Berry markasını geliştiren Research in Motion (RIM) firması olması bu fonların tamamen başarısız olduğu anlamına gelmemelidir.

4.1.5. Vergi Düzenlemeleri

Kanada'da GS fonlarına yatırım yapanlara federal düzeyde yatırımlarının %15'i kadar vergi iadesi yapılmaktadır. Bazı eyaletlerde bu orana ek olarak %15'lik bir vergi iadesi daha yapılmakta ve toplam iade tutarı %30'u bulabilmektedir. Ayrıca yatırımcılar, en az 5-8 yıl arasında değişen sürelerle yatırımlarını elden çıkarmamaları halinde sermaye iradına ilişkin vergiden muaf olmaktadır.

4.2. Yeni Zelanda

Yeni Zelanda hükümeti girişimciliğin desteklenmesinde girişim sermayesinin önemini görmüş ve özellikle İsrail’de başarılı olmuş Yozma Modelinin bir benzerini kendi ülkesinde uygulamaya çalışmıştır. Yeni Zelanda’da Türkiye’de olduğu gibi gelişmiş bir sermaye piyasası bulunmamaktadır. GS’de çıkış için sermaye piyasalarının gelişmişlik derecesi çok önemli olup, Yeni Zelanda’daki programlardan elde edilen tecrübe inceleme konusu açısından önemlidir.

4.2.1. Ortak Yatırım Fonları

New Zealand Venture Investment Fund (NZVIF), Bu fon devlet tarafından kurulmuştur. NZVIF yatırımlarını, melek yatırım ağları ya da tohum fonları (seed funds) ile aynı koşullarda ve eşit koşullarda yapmaktadır. Yönetim Kurulu özel sektör temsilcilerinden oluşmaktadır. Ortak yatırımlar için 40 milyon Yeni Zelanda (YZ) Doları ayrılmıştır. *NZVIF GS Fonu*, NZVIF tarafından desteklenen GS fonlarının yöneticilerinin belirleyeceği alanlarda kullanılmak üzere 160 milyon YZ Doları ayrılmıştır. Burada özel sektörün katkısının NZVIF’nin iki katı olması gerekmektedir [23].

4.2.2. GS Fonları Aracılığı ile Yapılan Kamu Yatırımları (Fonların Fonu)

NZVIF, Büyüklüğü 160 milyon YZ Doları olup, bölgede faaliyet gösteren GS fonlarına yatırım yapmaktadır. Bir fona en fazla 25 milyon dolar yatırılmaktadır. Özel sektör ortak yatırımcıların, fonun payını belirli bir vadeye kadar, bono getirisine göre hesaplanmış bir fiyattan alma hakkı vardır.

4.2.3. Genel Yapı

Yeni Zelanda için çok genç bir sektör olan GS’nin desteklenmesini teminen 2002 yılında devlet tarafından *New Zealand Venture Investment Fund* kurulmuştur. Fon, özel sektör temsilcileri tarafından yönetilmektedir. Yeni kurulmuş, teknoloji odaklı şirketlere finansman sağlamaktadır. 2005 yılında melek yatırım ağı ile işbirliği başlamıştır. Halen, 6 GS fonu aracılığıyla 90 şirkete destek sağlamıştır.

Yeni Zelanda’da borsada işlem gören şirketlerin değerinin GSYH’ye oranı 2006 itibariyle %40’dır. Bu oran aynı tarihte İrlanda’da %70, Avustralya’da ise %138’dir. Türkiye’de ise halen bu oran %30 civarındadır. Görüldüğü üzere Türkiye gibi Yeni Zelanda’da da finansal sektör yeterince derinleşmemiştir. Bu nedenle GS’ye devlet desteğinin devam edeceği fon yetkilileri tarafından belirtilmektedir.

4.2.4. Vergi Düzenlemeleri

Özel bir vergi düzenlemesi bulunmamaktadır.

4.3. Almanya

Gelişmiş bir bankacılık sektörüne sahip Almanya’nın bu gelişmiş bankacılık sektörünün yanında aynı derecede gelişmiş bir sermaye piyasasına sahip olmadığı görülmektedir. Aynı durum GS alanında da söz konusu olup ABD, İngiltere ve Kanada’daki gibi gelişmiş bir GS piyasası bulunmamaktadır. Almanya GS alanındaki geri kalmışlığını aşmak amacıyla son yıllarda önemli programlar uygulamaya koymuştur. Geliştirilen bu programlardan bazıları çok başarılı, bazıları tasarımdan kaynaklanan hatalar nedeniyle başarısız olmuştur. Almanya’nın bu çalışmada ele alınmasının arkasında, başarılı ve başarısızlık nedenlerinin Türkiye için geliştirilen öneriler için önemli bir kaynak teşkil etmesidir.

4.3.1. Ortak Yatırım Fonları

ERP Start Fonds, federal devlet tarafından desteklenen bir kamu fonu olup, ilk beş yıl için 250 milyon Avro taahhütte bulunması öngörülmektedir. Ayrıca, 200 milyon Avro tutarında bir ekonomiyi canlandırma paketi de mevcuttur. Fon, Alman Kalkınma Bankası KfW tarafından yönetilmektedir. Diğer ortak yatırım fonları gibi özel sektöre eşit koşullarda yatırıma katılma imkânı tanınmıştır [24].

4.3.2. GS Fonları Aracılığı ile Yapılan Kamu Yatırımları (Fonların Fonu)

ERP/EIF Dachfund, 500 milyon Avro tutarındaki bir fon olup, Avrupa Yatırım Fonu (EIF) tarafından yönetilmektedir. 2004-2010 yılları arasında 430 milyon Avro yatırım yapmıştır. Bunun üzerine fonun toplam büyüklüğü 1 milyar Avro'ya yükseltilmiştir [25]. *High Tech Gründerfond*, Bağımsız yönetim kurulu olan bir tohum fonudur. Devlet katkısı 255 milyon Avro, özel sektör katkısı 17 milyon Avro'dur [26].

4.3.3. Genel Yapı

Almanya'da GS sektörü yeterince büyüyememiş, Fransa ve İngiltere'nin gerisinde kalmıştır. Bunun nedenlerinin araştırılması, Türkiye'de kurulacak yapının sağlıklı işlemesi açısından yol gösterici olacaktır. ERP öncesinde Almanya'nın GS'nin gelişmesi için başlattığı programın adı BTU (*Beteiligungskapital für kleine Technologieunternehmen*)'dur. 1995'de federal devlet tarafından başlatılan program teknoloji odaklı, küçük ama hızlı büyüyen şirketleri hedef almıştır. Bu yapıda iki kanaldan devlet kaynağından faydalanmak mümkün olmuştur:

- *Deutsche Ausgleichsbank (DtA) Ortak-Yatırım Modeli*: DtA'ya bağlı bir yapı olan Technologie-Beteiligungs-Gesellschaft (TBG), özel sektör yatırımcısı ile en az eşit koşullarda yatırım yapmaktadır. Özel sektörün yatırımın en az yarısını üstlenmesi beklenmektedir. Özel sektör yatırımcısı, yönetimde daha aktif ve yönetimde yetki sahibidir. TBG, özel sektör yatırımcısının payının yarısına kadarını da ücret karşılığında (yatırımın %15'i) sigortalamaktadır. Böylece TBG, yatırımın %15'i tutarında prim karşılığında yatırım riskinin toplamda %75'ini almaktadır.
- *KfW Yeniden Finansman Modeli*: Bu model ile GS yapısından genç firma yapısına dönüşmekte olan işletmelere düşük faizli kredi sağlanmaktadır. Sağlanan kredi ile GS olarak sağlanan fonlar yeniden finanse edilmiş olmaktadır. Bu kredi de %2'lik sigorta primi karşılığında KfW'nin garantisi altına alınmaktadır. Krediyi kullanan GS sahibi zarar ederse bu tutarı ödemek zorunda değildir.

BTU, 2000 yılında 1 milyar Avro büyüklüğe ulaşmıştır. 2000 yılı itibariyle GS tarafından desteklenen yeni teknoloji şirketlerinin %75'i BTU tarafından finanse edilmekteydi. Bu da federal devletin sektöre önemli ölçüde hakim olduğunu göstermektedir.

BTU tarafından finanse edilen ve daha sonra halka arz edilen şirketlerin toplam değeri 30 milyar Avro'ya ulaşmıştır. Ancak BTU için sorunlar 2001 yılından itibaren başlamıştır. Borsadaki yeni pazar bölümünde kriz çıkmış ve halka arza talep sıfır düzeyine inmiştir. GS fonları ellerindeki şirketleri satamadıkları için 2002 yılında yeni yatırım tutarı da sıfırlanmıştır. 1999 ve 2000 yılında yapılan birçok ortak yatırımın da ekonomik olmadığı ortaya çıkmış ve toplamda 200 milyon Avro'yu bulan bir zarar yazılmıştır. Sonuç olarak BTU durdurulmak zorunda kalmıştır. Önceki dönemde halka arz edilen şirketler de önemli sıkıntılar yaşamıştır [27].

Almanya'da devletin desteği GS sektörünün önemli ölçüde gelişmesini sağlamıştır. Ancak devletin aşırı risk üstlenmesi piyasayı bozucu etki yapmıştır. Devlet desteği nedeniyle anormal sayıda yeni teknoloji şirketi kurulmuştur. Bu şirketlerin hepsinin ekonomik anlamda geçerli projeleri olsa dahi bunları GS'den sonraki aşamaya taşımak için yeterli

kaynak bulunmamaktadır. Örneğin, başarılı şekilde kurulmuş ilaç şirketleri halka arz gibi mekanizmalar işlemediğinden klinik deney aşamasına geçmek için kaynak bulamaz duruma düşmüşlerdir.

4.3.4. Vergi Düzenlemeleri

Özel bir vergi düzenlemesi bulunmamaktadır.

4.4. İsrail

Dünya ekonomisi içerisindeki payı küçük olmakla birlikte, özellikle bilişim ve ileri teknoloji alanında faaliyet gösteren şirketlerin görece önemli bir kısmı İsrail orijinlidir. İsrail'in ileri teknoloji ürünleri konusunda başarılı olmasının gerekçelerinden birisi de GS alanında devletin uyguladığı başarılı programlardır. Özellikle Yozma programı bu konuda tüm dünya ülkeleri açısından yakından takip edilmiştir. Ancak başarısız olan Inbal programı da Türkiye için geliştirilebilecek politika önerileri için önemli bilgiler sağlamaktadır.

4.4.1. Ortak Yatırım Fonları

Hezrek Programı, devlet tarafından desteklenen bir tohum fonu olup, diğer ortak yatırım fonları gibi özel sektöre eşit koşullarda yatırıma katılma fırsatı tanınmıştır. Burada önemli nokta özel sektör yatırımcısına, kamu hissesini başlangıç fiyatından satın alma hakkı tanınmasıdır [28].

4.4.2. GS Fonları Aracılığı ile Yapılan Kamu Yatırımları (Fonların Fonu)

Israeli Life Science Funds, 2010 yılında kurulan Fonda kamunun taahhüdü 80 milyon ABD Dolarıdır. 3 farklı GS fonuna yatırım yapılması öngörülmektedir. Ortak yatırımcı özel sektöre ilk 5 yıl içinde kamu hissesini %5 primle alma hakkı tanınmıştır. Ayrıca, özel sektör hissesinin %5'lik priminin (tercihli getiri) altındaki ilk kayıplar devlet tarafından karşılanmaktadır. Diğer bir ifadeyle, %5'in altındaki getiri kamu tarafından özel sektör yatırımcısına ödenmektedir. Ancak devlet katkısından faydalanmak isteyen GS fonlarının, kamu payının en az 3 katı kadar büyüklükte yatırımı ilaç sektörüne yönlendirmesi gerekmektedir [29].

4.4.3. Genel Yapı

Tablo 1 Yozma ve Inbal Tasarımlarının Karşılaştırılması

<i>Yozma Tasarımı</i>	<i>Inbal Tasarımı</i>
Program OCS (Teknoloji Geliştirme Ofisi) tarafından geliştirilmiş ve fonların fonu yapısında şekillendirilerek, fonların yönetimine müdahil olunmamıştır.	Program hazine tarafından geliştirilmiş ve yatırımlara kamu garantisi sağlayacak yapıda tasarlanmıştır.
Tek hedef rekabetçi ve yerel bir girişim sermayesi sektörü oluşturmaktır.	İsrail yerel borsasının ve girişim sermayesi faaliyetlerinin artırılması olmak üzere iki hedefi vardır.
100 milyon ABD doları kamu kaynağı ile 250 milyon ABD doları tutarında sermaye oluşumu hedeflenmiş, kritik kütle yaratılması amaçlanmıştır.	Hedeflenen niceliksel bir büyüklük bulunmamaktadır. Kritik kütle belirlenmemiştir.
Rekabetçi bir Pazar oluşturulması için 10 adet fon oluşturulması hedeflenmiştir.	GS sektöründe rekabete ilişkin açık hedefler belirlenmemiştir. Sadece 4 adet fon oluşturulmuştur.
ABD tecrübesini takip ederek sınırlı sorumluluk sahibi ortaklık (LP) yapısı benimsenmiştir.	Halka açık GS yapısı benimsenmiş, bürokratik yapı elde edilen sınırlı başarının fon oluşumuna dönüşmesi önünde engel teşkil etmiştir.

Erken aşama teknoloji şirketlerine odaklanılmıştır.	Daha geç aşamalarda şirketlere ve teknoloji odağı olmayan şirketlere yatırım yapılmıştır.
Yabancı ortaklıklar ile sektörün kurumsal gelişimi ve eğitimine önem verilmiştir.	Kolektif eğitim ve diğerlerinden öğrenme yönünde bir teşvik sunulmamış, küresel finansal veya stratejik yatırımcı çekilememiştir.
Kamu fonu (Yozma) şirketlere de doğrudan yatırım yaparak diğer GS Fonlarını hızlı yatırım yapma yönünde teşvik etmiştir.	GS şirketlerini yatırım gerçekleştirmeleri yönünde teşvik edici bir mekanizma kullanılmamıştır.
Yöneticilerin sektör/teknoloji bilgisi ve girişimcilik yetenekleri Yozma fonlarının seçiminde önemli bir etken olarak değerlendirilmiştir.	Inbal fonlarının seçiminde idari ve finansal kriterler ağırlıklı olarak değerlendirilmiştir.
Önceden planlanmış ve duyurulmuş özelleştirme yöntemi ile sınırlı sayıda fona yatırım yapılacağına duyurulması programa katılım konusunda aciliyet yaratarak, çok teşvik edici olmuştur.	Programdan faydalanacak fon sayısı ve zamanlaması açısından bir sınırlandırma getirilmemiş, basit bir çıkış yöntemi belirlenmemiştir.
Başarılı olunması halinde kamu hissesinin satın alınabilmesine yönelik 5 yıllık opsiyon hakkı profesyonel GS ekiplerini yüksek performans göstermeye özendiren bir mekanizma oluşturmuştur.	Sadece riski paylaşmaya yönelik garanti mekanizması profesyonel olmayan GS şirketlerini çekmiştir.
<i>Yozma Etkisi</i>	<i>Inbal Etkisi</i>
GS alanında kritik yatırım kütle oluşturmuştur.	GS sektöründe kritik kütle oluşumu sağlanamamıştır.
Birçok Yozma fonu İsrail’de önde gelen 20 GS arasında yer almaktadır.	Inbal fonlarının hiçbirisi öne çıkan 20 fon arasında yer almamaktadır.
Özel GS fonları yüksek performans elde etmiştir.	Özel GS performansı düşük kalmıştır.
Devam eden ikinci ve üçüncü nesil fonlar kurulmuş, sermaye fonlarının güçlü büyümesi sağlanmıştır.	Devam eden fon kuruluşları sınırlı kalmıştır.
Yozma fonları İsrail’de kurulan diğer birçok fon için model teşkil etmiştir.	İsrail’de çok az sayıda halka açık GS fonu kurulmuştur.

Tablo 1’de İsrail’de GS alanında uygulanan iki programın karşılaştırılmasına yer verilmiştir. İsrail’deki GS sektörünün gelişmesi bu programlardan Yozma Programı’nın başarıyla uygulanması sayesinde olmuştur. 1992’de başlayan devlet destekli program, “fonların fonu” olarak işletilmiştir. Program kapsamında her biri 20 ila 40 milyon ABD doları yöneten 10 adet GS fonu kurulmuş, kurulan fonlarda %40’a (8 milyon ABD Doları’na) varan oranlarda kamu kaynağı ile ortak olunmuş ve 5 sene içerisinde önceden anlaşılan koşullarda kamu hissesinin diğer yatırımcılara devredilmesi opsiyonu sunulmuştur.

Ayrıca her bir fon yönetim şirketinin en az bir yabancı yatırım kurumu ile ortaklık kurması, ancak yönetim şirketinin mutlaka yeni ve bağımsız bir yapıda olması öngörülmüştür. Bu sayede mevcut finansal sistemin pratiklerinden bağımsız, erken aşama yatırımlarında yer alan yüksek risk prensiplerini anlayan bir yönetim yapısı oluşturulması amaçlanmıştır. Bu program çok başarılı olmuş ve 10 GS fonundan 9’u opsiyonlarını kullanarak kamu payını satın almıştır. Son dönemde İsrail’deki GS fonu sayısı 80’e çıkmış olup, varlıkları toplamı 10 milyar ABD Doları’nı aşmıştır. Yozma’nın doğrudan bir şirkete yatırım yapma imkânı da vardır. Bu çerçevede 15 şirkete doğrudan yatırım yapılmıştır. 15 şirketten 9’u başarılı şekilde halka arz edilmiş ya da stratejik satış gerçekleşmiştir.

GS sektörünün sağlıklı olarak faaliyet göstermesi için finansal özelliklerin yanında gerekli bazı sosyal altyapı özelliklerine sahiptir. Bunların başında hizmet sağlayan firmalar ve eş yatırım yapabilecek fon alternatifleri bulunmaktadır. Değerlendirme ve yatırım aşamasında GS yatırımlarını, beklentilerini ve rolünü anlayan muhasebe, hukuk, danışmanlık firmaları

ile yatırım firmalarının varlığı ve yapılacak yatırıma ortak olarak firma bazında riski paylaşarak azaltacak ve ikinci bir değerlendirme sunabilecek diğer yatırımcıların bulunması olumlu etkenlerdir. Program bu gerekçeyle hizmet sağlayıcı firmaların ilgisini çekecek kritik bir kütleye sahip olarak tasarlanmıştır. Programın tasarımcısı Yigal Erlich programın planını şu şekilde özetlemiştir:

- İsrail ölçeğinde bir ülkede ciddi bir GS sektörü yaratmak için en az 200 milyon ABD doları tutarında yatırıma ihtiyaç vardır.
- Yabancı yatırımcılar (GS fonları, yatırım bankaları, vs.) ciddi teşvikler olmadan İsrail'e yatırım yapmaktan çekinmektedirler. Bu teşvikler olmadan bu yatırımcılar daha tecrübeli oldukları pazar ve ülkelere yönelmektedir.
- Yeni oluşan sektörde tekel oluşmasına izin verilmemesi çok önemlidir.
- Sektörün oluşumu esnasında yerel bilginin birikimi sağlanmalı, böylece program sonunda oluşan GS sektörü asgari kamu müdahalesi ile kendi başına büyümeye devam etmelidir.

Bununla birlikte yine İsrail'de, Yozma programı ile hemen hemen aynı zamanda başlayan ve benzer bir hedefi amaçlayan Inbal programının başarısız olması; iki programı karşılaştırma yanında kamu müdahalesinin eksik ve tamamlayıcı yanlarını değerlendirme fırsatı vermektedir [30].

İki programın karşılaştırılması sonucu:

- Kamunun bürokrasiden uzak bir yapıda, sınırları belirlenmiş katalizör rolü üstlenmesi,
- Özel sektörün ve uluslararası saygın yatırımcıların katılımı ile sağlam temellere oturtulması,
- Anlaşılması ve uygulanması kolay kurallar ile net hedeflerin belirlenmesi,
- Aşağı yönlü risk korunumu yerine, yukarı yönlü teşvik mekanizmalarını içeren teşvik penceresi süresinin önceden duyurulması,

Yozma programının başarı sağlamada öne çıkan faktörleri olarak özetlenmektedir [31]. Ancak, İsrail'in nispeten küçük, genel olarak eğitim düzeyi yüksek ve ABD ile güçlü bağları olan bir ülke olduğu da unutulmamalıdır. O dönemde İsrail'de kurulan fonların büyük çoğunluğunun ABD menşeli olması da başarıyı getiren önemli etkenlerdendir.

4.4.4. Vergi Düzenlemeleri

1990'lı yıllarda İsrail GS sektörünün gelişmesi için geçici vergi düzenlemeleri yapmıştır. Kendi ülkelerinde vergiden muaf olan yabancı GS fonları, İsrail'deki fonlara yatırımlarından dolayı vergiden muaf hale gelmişlerdir. Ayrıca, profesyonel olarak hisse alım-satımı yapmayan bireylerin yatırımlarının hisse senedi piyasasına çekilmesi için vergi oranlarında indirime gidilmiştir. Temettü gelirleri en fazla %25, faiz geliri en fazla %45 oranında vergilenebilmektedir. Sermaye iradı vergiden muaf olmuştur. Hisse senedi piyasasının hareketlenmesi halka arzlara yönelik talebi artırmış, bu da GS sektörünü hareketlendirmiştir.

4.5. Kore

Kore'nin geçtiğimiz çeyrek asırda çok hızlı büyümesi, gelişmekte olan ülke statüsünden çıkıp gelişmiş ülkeler statüsüne yükselmesi her açıdan Kore'yi incelenmesi gereken bir aday olarak ortaya çıkarmaktadır. Kore'ye ilişkin gelişmelere yakından bakıldığında Kore'nin istihdam oluşturma açısından bazı sıkıntılar yaşadığı görülmektedir. Özellikle ülkenin girişimcilik faaliyetlerinin baskın şekilde büyük şirketler tarafından yapılması Kore'de istihdamda istenen artışa ulaşılmasını engellemektedir. Büyük şirketlerin verimliliği

arttırmaya yönelik yaptıkları sermaye harcamaları bu şirketlerin büyürken daha az istihdamda bulunmaları Kore hükümetini küçük ve orta ölçekli işletmelere yönelik destek programlarını arttırmasıyla sonuçlanmış ve Kore bu bağlamda GS alanında çok önemli programları uygulamaya koymuştur. Bu programlar burada incelenmiştir.

4.5.1. Ortak Yatırım Fonları

Kore Fonların Fonu yapısı altında bir Melek Eş-Yatırım Fonu oluşturulmuştur. Bu fon melek yatırımcıların yatırım yaptığı işletmelere finansal destek sağlayarak, girişimcilerin ihtiyaç duyduğu ama tamamı melek yatırımcılar tarafından karşılanamayan ilave fonları sağlayarak girişimcilik ekosisteminin geliştirilmesine yönelik finansmana erişimin kolaylaştırılmasına hizmet etmektedir.

4.5.2. GS Fonları Aracılığı İle Yapılan Kamu Yatırımları (Fonların Fonu)

Korea Fund of Funds [32], 2005 yılında kurulan fonun toplam büyüklüğü 1,5 milyar ABD Doları olup, süresi 30 yıldır. Fon tamamen kamuya ait olup, hissedarları; Küçük İşletmeler Şirketi, Kore Telif Hakları Kurumu, Kültür ve Turizm Bakanlığı, Film ve Medyanın Geliştirilmesi Fonu'dur. Korea Fund of Funds ile beraber devlet destekli Korea Venture Investment Corporation (KVIC) isimli varlık yönetimi şirketi de kurulmuştur. Fon, KVIC tarafından yönetilmektedir. 2010 itibarıyla 201'den farklı fona yatırım yapılmıştır. Sektörün toplam büyüklüğünün yaklaşık %20'si KVIC tarafından yönetilmektedir.

Bazı istisnaları olmakla birlikte Korea Fund of Funds genelde bir fonun sermaye ihtiyacının %30'unu karşılamaktadır. Bu nedenle girişim sermayesi fonu diğer yatırımcıları da çekmek zorunda kalmaktadır. Ayrıca, bir fona yatırım yapılması için kamu politikaları ile uyumu da göz önüne alınmaktadır. Bu kapsamda erken aşama firmalara destek veren, bölgesel odağı olan, kadın girişimcileri destekleyen fonlara öncelik verilmektedir.

Sektör dağılımına bakıldığında ise özellikle bilgi sistemleri, imalat, çevre ve enerji odaklı fonların desteklendiği göze çarpmaktadır. Korea Fund of Funds tarafından sermaye desteği sağlanan fonların ortaklık yapısına Tablo 2'de yer verilmiştir:

Tablo 2 Korea Fund of Funds'un Desteklediği Fonların Ortaklık Yapısı

Yatırımcı Türü	Yıllar				
	2005	2006	2007	2008	2009
Kamu Kurumları	%6,55	%20,10	%5,66	%5,07	%2,13
Korea Fund of Funds	%22,20	%17,03	%30,18	%32,74	%38,15
Kurumsal Yatırımcı	%17,54	%22,73	%10,06	%5,46	%8,69
Emeklilik Fonları	%7,41	%5,00	%2,75	%1,50	%5,92
Şirketler	%27,26	%14,18	%31,92	%33,36	%26,74
Diğer Kurumlar/ Bireyler	%3,10	%3,58	%1,09	%7,51	%3,61
Yabancı Sermaye	%3,96	%2,63	%3,91	%1,06	%1,13
Toplam	100%	100%	100%	100%	100%

Korea Finance Corporation (KoFC)-KVIC Job Creation Fund, Kore Kalkınma Bankası tarafından kurulmuş olan KoFC ile KVIC tarafından oluşturulan fonun amacı büyüme odaklı GS fonlarına yatırım yaparak istihdamı arttırmaktır. Büyüklüğü 120 milyon ABD Doları olup, süresi 8 yıldır.

4.5.3. Genel Yapı

Kore ekonomisinde her sektörde faaliyet gösteren dev holdingler ağırlığını hissettirmektedir. 1997-98 krizinde bu holdinglerin etkisi kısmen azalmış, teknoloji odaklı büyüme aşamasındaki şirketler ağırlığını hissettirmeye başlamıştır. Bu eğilim GS fonlarının faaliyete geçmesine katkıda bulunmuştur. İlk devlet destekli GS fonu 2001 yılında kurulmuştur. Aynı dönemde sektör için vergi teşvikleri getirilmiş, teknoloji yatırımlarına

devlet garantisi imkanı tanınmıştır. Devlet tarafından desteklenen *Technology Credit Guarantee Fund (TCGF)*, GS fonlarının yatırımlarının %70 ila %100'lük kısmını prim karşılığında sigortalamaktadır. TCGF aynı zamanda kredi bulmakta zorlanan yeni şirketlerin finansmana erişimi için kredi garantisi vermektedir [33].

Kore'nin GS'de başarısı 2000 yılından sonra olmuştur. Bu yıla kadar Kore, sektörü devletin Ar-Ge faaliyetlerini desteklemek için bir araç olarak görmekte, ticarileşmeyi ikinci plana atmaktadır. 1998'den itibaren sektör alınan önlemlerle önemli ölçüde liberalleşmiş ve büyümüştür. Halka arz edilen şirket hisselerinin bir kısmının belirli bir süre daha GS fonu tarafından tutulma zorunluluğu kalkmış, Kore Menkul Kıymetler Borsası (KOSDAQ)'na kote olma koşulları gevşetilmiş ve yatırımcılar için çıkış kolaylaştırılmış, bireysel emeklilik fonlarının bu sektöre yatırım yapması serbest bırakılmış, Silikon Vadisi'ne benzer teknoloji parkları kurulmuş, yabancıların bu fonlara ortak olmasını engelleyen düzenlemeler kaldırılmıştır.

Kore'de *Angel Investment Mart* isimli bir ortak yatırım fonu platformu oluşturulmuştur. Ayrıca yabancı GS fonlarının ülkeye çekilmesi ve ortaklıklar kurulması yönünde de girişimler devam etmektedir.

4.5.4. Vergi Düzenlemeleri

1990'lı yıllardan itibaren Kore GS sektörünün gelişmesi için vergi düzenlemeleri yapmıştır. GS işletmelerine yatırım yapan ve 5 yıl süreyle hisseleri elinde tutanlara yatırımlarının %15'ine kadar vergi iadesi bulunmaktadır. Temettü gelirleri gelir vergisine tabi olmayıp, sadece stopaj uygulanmaktadır. Ayrıca, yatırımcılar sermaye iradına ilişkin vergiden muaftırlar.

4.6. Türkiye

Uzun yıllar yaşanan ekonomik krizler, yüksek enflasyon ortamı ve bankacılık kesiminin finansman alanındaki hakim rolü Türkiye'de GS öneminin anlaşılmasını geciktirmiştir. Özellikle son yıllarda GSYH'nin 10 bin ABD doları düzeyinde kalması ve büyüme oranlarında istenilen ivmenin kazanılamamış olması; kamu yönetiminin ekonomik büyümenin en önemli dinamiği olan girişimcilik alanında daha fazla çaba harcamasına neden olmuştur.

4.6.1. Ortak Yatırım Fonları

Henüz Türkiye'de melek yatırımcılarla birlikte yatırım yapmak amacıyla kurulmuş bir ortak yatırım fonu bulunmamaktadır. Fakat 2013'te yapılan bir kanuni düzenleme ile Hazine Müsteşarlığı (Hazine) fonların fonu türü yapıları kaynak aktarabilme yetkisi almış ve bu kanuni düzenlemeye müteakip Hazine önümüzdeki 5 yıl içinde 500 milyon TL'lik bir kaynağı GS alanında kullandırma taahhüdünde bulunmuştur. Yapılan düzenlemelerde Hazine Fonların Fonu yapısı içerisinde bir ortak yatırım fonu kurulmasını üst fonlardan talep etmektedir. Ortak yatırım fonunun önümüzdeki yakın dönemde üst fon yapısı altında faaliyetlerine başlaması beklenmektedir.

4.6.2. GS Fonları Aracılığı İle Yapılan Kamu Yatırımları (Fonların Fonu)

GS alanında kamu desteği ilk defa İstanbul Girişim Sermayesi İnisyatifi (İVCİ-Istanbul Venture Capital Initiative) adında Lüksemburg'da kurulu bir üst fon vasıtasıyla gerçekleşmiştir. İVCİ, İstanbul'u 2020 yılına kadar girişim sermayesi endüstrisinin bölgesel merkezi yapma iddiası ile Türkiye'de girişim sermayesi sektörünün gelişimine katalizör etkisi oluşturmak amacıyla KOSGEB, TTGV, Avrupa Yatırım Fonu (EIF), Türkiye Kalkınma Bankası, Garanti Bankası ve NBG grup işbirliği ile Türkiye'nin ilk fonları fonu olarak 2007 yılında kurulmuştur. 160 milyon Avro büyüklüğünde bir yatırım platformu olan bu yapı, KOSGEB, TTGV, TKB ve Garanti Bankası ile güçlerini birleştirmesi ile oluşturulan gerçek

anlamda bir kamu özel sektör işbirliğidir. Ayrıca hem NBG grubu hem de Avrupa Yatırım Fonu'nun desteği iVCi'ye uluslararası bir işbirliği platformu niteliği kazandırmaktadır [34].

Girişim sermayesi tanımı itibariyle uzun vadeli yatırımları öngörmesine rağmen iVCi'nin elde etmiş olduğu somut sonuçlar bugünden belirginleşmeye başlamıştır. iVCi'ye geçtiğimiz 5 yıl içerisinde 70'in üzerinde başvuru yapılmış, bunlardan iVCi'nin kuruluşu aşamasında mutabık kalınmış yatırım ve risk yönetim stratejisine uygun olduğu değerlendirilen 8 fona 135 milyon Avro'nun üzerinde taahhüt gerçekleştirilmiştir. Mart 2013 sonu itibariyle toplam 10 fonun desteklenmiş ve taahhüt tutarı yaklaşık 150 milyon Avro'nun üzerine çıkmıştır. (iVCi, Web Sayfalarından derlenmiştir) Bunun dışında Hazine, yapılan kanuni düzenleme kapsamında üst fon türü yapılara kaynak aktarma yetkisi alırken, düzenleme ile Hazine tarafından herhangi bir fon kurulmamakta fakat, Müsteşarlık gerekli şartları taşıyan fon kurucularının tekliflerinin uygun görülmesi durumunda; bir üst fona taahhüt edilen toplam tutarın %70'ine kadar kaynak aktarabilecektir. Üst fon tarafından GS fonlarına (GS fonunun toplam kaynağının en fazla yarısı kadar) kaynak aktararak önemli bir kaynak GS sektörüne kullanılacaktır. Ayrıca TÜBİTAK tarafından doğrudan girişim sermayesi fonlarına, fon büyüklüğünün %20'si kadar bir kaynağı Ar-Ge odaklı faaliyetlerin finansmanını da kullanılmak şartıyla girişim sermayesi destek programı yürürlüğe konulmuştur.

4.6.3. Genel Yapı

Girişimciliği desteklemek amacıyla KOSGEB, TÜBİTAK ve Bilim, Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı tarafından son 5 yılda çok önemli destek programları yürürlüğe konmuştur. Erken aşama girişimciliğin desteklenmesi beraberinde girişimcilerin ürünlerinin ticarileştirilmesi sorunlarını gündeme taşımıştır. Hazine tam bu zamanda Türkiye'de ilk defa uygulanan Bireysel Katılım Sermayesi Sistemi (Melek Yatırımcılık Programı) ile Üst Fon (fonların fonu) programlarını geliştirerek GS alanında bugüne kadarki en önemli değişimi gerçekleştirmiştir.

Kamu idaresinin bu çabaları özel sektör tarafında çok önemli etkiler doğurmuştur. Öncelikle GS yatırımları hakkında özel sektörde ve üniversite çevrelerinde farkındalık artmıştır. Bu farkındalık artışı aynı zamanda işletme ve finans yazınlarında bu konuların ele alınmasını sağlamıştır. Özel sektörde GS finansman aracı yatırımcılar açısından mevduat ve döviz türü yatırımlar dışında alternatif yatırım alanı olarak belirtmeye başlamıştır. Türkiye için GS daha çok yeni olup bu konuda başarı değerlendirmesi yapılabilmesi için daha fazla zamana ihtiyaç bulunmaktadır.

4.6.4. Vergi Düzenlemeleri

Melek Yatırımcılık Programı kapsamında kamu idaresi Hazine'den lisans almış melek yatırımcılara yatırım yaptıkları tutarın %75'inden %100'üne kadar ki kısmını gelir vergisi matrahlarından indirebilme olanağı sağlanmıştır. Bu oranlar şu an dünyada uygulanan destek programları arasında en yüksek indirim oranlarından birisidir. Ayrıca Sermaye Piyasası Kanununda yapılan değişiklikle girişim sermayesi fonlarının yaşadığı sıkıntılar giderilmeye çalışılmış ve vergi kanunlarında yapılan değişiklikler ile kurumların GS fonlarına aktardıkları kaynağın sermayelerinin %20'sini geçmemek şartıyla, gelirlerinin %10'una kadar olan kısmı vergiden muaf tutulmuştur.

5. Türkiye'de Fon Yöneticilerinin GS Ekosistemine Bakışı

Türkiye'de faaliyet gösteren yurt içi ve yurt dışı GS fonlarına ve ortaklıklarına bir anket gönderilerek Türkiye'nin içinde bulunduğu GS ekosisteminin durumu anlaşılmaya çalışılmıştır. Türkiye'de faaliyet gösteren GS fonlarına ve ortaklıklarına gönderilen anket formuna toplamda 13 firmadan cevap alınmıştır. Gelen sonuçlar toplulaştırılmış şekilde Tablo 3'te yer almaktadır:

Tablo 3 Türkiye’de Faaliyet Gösteren Fon Yöneticileri ile Yapılan Ankete Verilen Cevaplar

1) Toplam çalışan profesyonel sayınız kaçtır?			2) Yatırım ekibinizin girişim sermayesi sektöründeki tecrübesi ortalama kaç yıldır?		
Cevap	Frekans	Yüzdellik	Cevap	Frekans	Yüzdellik
Cevap yok	1	7,69%	Cevap yok	1	7,69%
1-5	3	23,08%	1-5	2	15,38%
6-10	4	30,77%	6-10	6	46,15%
11-20	4	30,77%	11-15	3	23,08%
20'den çok	1	7,69%	15'den çok	1	7,69%
3) Kuruluşunuz kaç yıldır girişim sermayesi fon yöneticisi /danışmanı olarak faaliyet göstermektedir?			4,a) Mevcut fonunuzun yatırımcıları arasında aşağıdakilerden hangileri bulunmaktadır?		
Hesap		Sonuç	Cevap	Frekans	Yüzdellik
Frekans		12	Sigorta şirketleri	2	15,38%
Toplam		101	Yatırım bankaları	2	15,38%
Standart Sapma		5	Emeklilik fonları	5	38,46%
Ortalama		8,5	Bireysel yatırımcılar veya aile ofisleri	8	61,54%
En az		1	Ülke fonu (sovereign wealth fund)	3	23,08%
1, Çeyrek (Q1)		4,5	Diğer	4	30,77%
2, Çeyrek (Medyan)		7,5	4,b) Mevcut fonunuzda yurtdışından yatırımcı bulunuyor mu?		
3, Çeyrek (Q3)		13	Cevap	Frekans	Yüzdellik
En çok		16	Cevap yok	1	7,69%
5) Bir sonraki fonunuza yurtdışından yatırım alma planınız var mı?			Evet	6	46,15%
Cevap	Frekans	Yüzdellik	Hayır	6	46,15%
Cevap yok	5	38,46%	4,c) Eğer cevabınız evet ise, mevcut fonunuzun yüzde (%) kaç yurtdışı yatırımcılardan toplanmıştır?		
Evet	3	23,08%	Hesap		Sonuç
Olabilir	4	30,77%	Frekans		6
Hayır	1	7,69%	Standart Sapma		35,5
6) Değerlemeden bağımsız olarak, yurtdışında yatırım yapabileceğiniz şirket bulmakta zorlanıyor musunuz?			Ortalama		75
Cevap	Frekans	Yüzdellik	En az		20
Cevap yok	1	7,69%	1, Çeyrek (Q1)		24
Evet, zorlanıyoruz	2	15,38%	2, Çeyrek (Medyan)		100
Hedeflediğimizden daha az sayıda şirket bulabiliyoruz	1	7,69%	3, Çeyrek (Q3)		100
Hayır, zorlanmıyoruz	9	69,23%	En çok		100
7) Portföy şirketleriniz hangi sektörlerde dir?			8) Portföy şirketleriniz hangi aşamada dir?		
Cevap	Frekans	Yüzdellik	Cevap	Frekans	Yüzdellik
Enerji	0	0	Erken Aşama (Venture Capital)	6	46,15%
Sağlık	6	46,15%	İleri Aşama (Private Equity)	7	53,85%
Eğitim	2	15,38%	9) Yatırımlarınızdan ortalama çıkış süreniz ne kadardır?		
Lojistik	3	23,08%	Cevap	Frekans	Yüzdellik
Perakende	6	46,15%	Cevap yok	1	7,69%
Gıda	3	23,08%	3 yıldan az	0	0%
Bilgi ve İletişim Teknolojileri	8	61,54%	3-5 yıl	6	46,15%

İmalat Sanayii (Yukarıda listelenmemiş)	3	23,08%	5-8 yıl	6	46,15%
Hizmetler (Yukarıda listelenmemiş)	6	46,15%	8 yıldan fazla	0	0%
10,a) Türkiye'de hukuk danışmanlığı alanında hizmet veren yeterli sayıda ve nitelikte şirket olduğunu düşünüyor musunuz?			10,b) Türkiye'de muhasebe danışmanlığı alanında hizmet veren yeterli sayıda ve nitelikte şirket olduğunu düşünüyor musunuz?		
Cevap	Frekans	Yüzdeler	Cevap	Frekans	Yüzdeler
Cevap yok	1	7,69%	Cevap yok	2	15,38%
Evet, yeterlidir	5	38,46%	Evet, yeterlidir	6	46,15%
Kısmen yeterlidir	5	38,46%	Kısmen yeterlidir	3	23,08%
Hayır, yeterli değildir	2	15,38%	Hayır, yeterli değildir	2	15,38%
10,c) Türkiye'de kurumsal yönetim danışmanlığı alanında hizmet veren yeterli sayıda ve nitelikte şirket olduğunu düşünüyor musunuz?			11) Mevcut ve çıkış yaptığınız yatırımlarınızın ortalama brüt getirisi (IRR) nedir?		
Cevap	Frekans	Yüzdeler	Cevap	Frekans	Yüzdeler
Cevap yok	1	7,69%	Cevap yok	5	38,46%
Evet, yeterlidir	5	38,46%	%15'ten az	1	7,69%
Kısmen yeterlidir	4	30,77%	%16-25	4	30,77%
Hayır, yeterli değildir	3	23,08%	%26-35	2	15,38%
12) Ülkemizde girişim sermayesi sektörünün gelişmesinin önünde ne gibi engeller görüyorsunuz? Lütfen açıklayınız,			%35'ten çok		
Cevap	Frekans	Yüzdeler	13) Kamudan girişim sermayesi alanında temel beklentileriniz nelerdir? Lütfen açıklayınız.		
Cevap veren	5	38,46%	Cevap veren	4	30,77%
Cevap yok	8	61,54%	Cevap yok	9	69,23%

12. soruya verilen cevaplar aşağıda yer almaktadır:

- Türkiye'deki GSYO yapısının arkasındaki niyeti çok pozitif olarak değerlendiriyoruz ancak işletimindeki zorluklar ve ağır denetim zorunluluklarından dolayı sektörün tercih ettiği bir yapı olması sağlanamamış durumdadır. Burada temel iki problem bulunmaktadır; birincisi bu yapı yurtdışındaki yatırımcılar tarafından tanınmadığı için bu şekilde kurulan bir fona yabancı yatırımcı çekmekte zorlanılmaktadır. EIF, EBRD gibi yapıların öncelikle bu fon yapılarını desteklemesi çok iyi olur. İkinci problem ise bu fonlara yatırım yapanlara kolaylaştırıcı vergisel düzenlemeler sağlanmış olmasına rağmen, fonu yöneten fon yöneticilerinin tam vergilendiriliyor olması yapının desteklenmemesinde temel rol oynamaktadır. Burada belli bir oranda fon yöneticilerine de vergi azaltıcı (örneğin en fazla %10-15 seviyelerinde vergilendirilme şeklinde) bir düzenleme yapılmalıdır. Fon yöneticileri bu şekilde bu yapıyı çok daha fazla destekleyecektir.
- Başarılı örnek çıkışların sayısının artarak, şirket sahiplerinin bu çıkışlarla birlikte Özel Sermaye Fonu yöneticilerinin şirketlerde yarattıkları katma değerini özümsemesi gerektiğini düşünüyorum.
- Vergi rejiminde belirsizlik
- Kayıt dışı ekonominin yarattığı haksız rekabet şeffaf olmayan bürokrasi ve kanun/yönetmelik uygulamaları
- Girişimci çıkış (exit) ortamı

13. soruya verilen cevaplar aşağıda yer almaktadır:

- Kamudan iki çok önemli katkı beklemekteyiz; bunlardan ilki yukarıda bahsedilen GSYO düzenlemesinde fon yöneticilerine vergi indirimi sağlanması ve yurtdışı yatırım fonlarına bu yapının güçlü şekilde tanıtılmasıdır. İkinci olarak da yurtdışındaki

fonların (bireysel emeklilik vs.) girişim sermayesi şirketlerine yatırım yapabilmesi ile ilgili düzenleme yapılmasıdır.

- Özellikle yurtdışı kökenli Özel Sermaye Fonlarının yapılanmalarını iyi bir şekilde etüt ederek, Türkiye'ye söz konusu fonlardan yeni para girişini destekleyecek şekilde özellikle vergi alanındaki teşviklerin devam ettirilmesi,
- Kayıt dışı ekonomiye karşı önlem alınması bürokrasinin şeffaf hale getirilmesi yabancı yatırımcıların vergi düzenlemelerinde net olmayan alanların netleştirilmesi,
- Fon yatırımcılarının riskinin paylaşımı ve fonlara fon sağlamak/fonlara yatırımcı olmak.

Ankete verilen cevaplardan şu sonuçlar çıkarılabilir. Türkiye'de faaliyet gösteren GS fonlarında istidam edilen çalışan sayısı fon büyüklüğüne göre değişmekle birlikte en fazla 20 kişidir. Genelde 10 kişiden az bir personelle GS fonları faaliyetlerini yürütmektedir. GS'nin yeni bir araç olarak ortaya çıkması nedeniyle tecrübeli fon yöneticisi sayısı çok fazla değildir. Fon yöneticilerinin tecrübeleri genelde 10 seneyi geçmemekte, ortalama 8 yıllık bir tecrübeleri bulunmaktadır.

GS fonlarına kaynak sağlayan ana yatırımcılar emeklilik fonları, bireysel yatırımcılar ve aile ofisleridir. Bankaların GS alanında payı sermayedar olarak çok düşüktür. Yurt içinden fon temini zor olduğu anlaşılmaktadır. Türkiye'deki yatırım yapılabilir şirket bulmakta GS fonları zorlanmamaktadır. GS şirketleri Türkiye'de her faaliyet kolunda yatırım yapmaktadır. Bu yatırımlarda genelde ileri aşama şirketler tercih edilmektedir. Yatırım yapılan şirketlerden çıkış ortalama 5-6 yıldır. Hukuk, muhasebe gibi profesyonel hizmet almada GS fonları herhangi bir zorlukla karşılaşığı söylenemez. Son olarak GS fonlarının karlılıklarının yüksek olduğu görülmektedir.

6. Girişim Sermayesinin Geliştirilmesine Yönelik Politika Önerilerine İlişkin Çıkarımlar

Dünya uygulamalarına bakıldığında GS fonların fonu modelinde hem başarılı hem başarısız örnekler olduğu görülmektedir. Özellikle İsrail, başarılı olan Yozma Programı yanında, başarısız olan ve son verilen Inbal Programı ile özel önem arz etmektedir. Yozma Programı; Yeni Zelanda, Avustralya, Danimarka, Kore, Latvia, Rusya ve Şili gibi birçok ülkede taklit edilmiş bir programdır.

Başarılı programların başlıca ortak özellikleri şunlardır:

- Vergi iadesi gibi ilave devlet destekleriyle beraber sunulmaktadır.
- Yabancı GS fonlarının önündeki engeller kaldırılmakta, yabancı fonlar ile ortaklık teşvik edilmektedir.
- Bireysel emeklilik fonlarının sektöre yatırım yapabilmesine imkan tanınmaktadır.
- Gelişmiş bir KOBİ halka arz piyasası başarı oranını artırmaktadır.
- Devlet, yatırımları garanti etmemekte ve yatırımcının riskini üstlenmemektedir. Bu şekilde verimsiz yatırımların desteklenmesi önlenmektedir.
- Fonların yönetimlerine kamu doğrudan müdahil olmamaktadır.

Başarısız olan İsrail'deki Inbal ve Almanya'daki BTU programlarında ise şu özellikler dikkat çekmektedir:

- GS yatırımlarında devlet yatırımcının riskini üstlenmektedir. Böylece verimsiz yatırımlar da sistemden yararlanabilmektedir.
- Yönetimleri tamamen kamuya ait olup, aşırı bürokratik yapıları vardır.
- Almanya özeline bakıldığında, kamu desteği piyasanın kaldırabileceğinin üzerinde olması diğer bir ifade ile KOBİ halka arz piyasasının hacminin çok üstünde halka arz başvurusunun geldiği görülmektedir. Bunun sonucu olarak GS fonları portföylerindeki şirketleri elden çıkaramamış ve bu durum BTU'nun çöküşünü getirmiştir.

Birçok ülkede GS sektörüne yönelik farklı politikalar geliştirilmiş, bu politikalar her zaman olumlu sonuç doğurmamıştır. Bu kapsamda, Türkiye’de uygulanacak politikalara ışık tutmak üzere sektörün gelişmesine ilişkin olarak literatürde tartışılan genel hususların gözden geçirilmesinde yarar bulunmaktadır.

Kamunun sektörü aktif şekilde desteklemesini savunanların savları aşağıda sıralanmıştır:

- i. GS yenilikçilik, refah artışı, ekonomik büyüme ve istihdam artışı alanlarına olumlu yönde katkı yapmaktadır.
- ii. Yeni teknoloji odaklı şirketlerin güçlü pozitif dışsallıkları vardır. Ekonominin bu şirketlerden görünen ve görünmeyen toplam kazancı, GS fonlarının getirisinden yüksektir.
- iii. Yeni teknoloji şirketleri için sürdürülebilir bir finansal ekosistem oluşturulması için başta devletin müdahil olarak riski azaltıcı bir rol üstlenmesi gerekmektedir.

Kamunun sektöre müdahalesine karşı çıkanların savları ise aşağıda yer almaktadır:

- i. Ekonomik fizibilitenin ihmal edilmesi, riskin yanlış hesaplanması, piyasa işleyişinin anlaşılabilmesi gibi nedenlerle kamu eliyle yürütülen programlar istenilen sonuçları vermemektedir.
- ii. Özel sektör kamunun sağladığı teşviklerden yararlanmak için örgütlenmekte, böylece teşvikler piyasayı bozucu etki yapmaktadır.

Sağlıklı bir finansman yapısının kurulması için sistemin bütün olarak görülmesi, en aşağıdan en yukarıya tüm aşamaların dikkatli tasarlanması gerekmektedir. En alt basamak olan melek yatırımcısı ağlarından en üst basamak olan halka arza kadar finansal ekosistemin etkin işlemesi temel hedef olmalıdır. Bu çerçevede, GS sektörüne milyarlarca dolarlık kamu desteği verilse dahi, halka arz için aktif bir KOBİ pazarının gelişmemesi durumunda sistemde aksaklıklar olacaktır.

Bireysel emeklilik fonlarının bu alana yatırım yapabilmesinin önünün açılması ve yabancı GS fonları ile yeni ortaklıklar geliştirilmesinin teşvik edilmesi faydalı olacaktır.

GS sektörüne yatırım yapanlara vergi iadesi sağlanması, Kanada, Fransa, İngiltere, Kore gibi ülkelerde bu sektörün büyümesine önemli katkı sağlamıştır. Ancak, bu durum temsilcilik sorununu (agency problem) artırmakta, GS fonları kapasitelerinin üstünde topladıkları tasarrufları ekonomik olmayan yatırımlara aktarabilmekte ve uzun vadede ciddi sorunlara yol açabilmektedir. Bu fonların kullanımına ilişkin kısıtlamalar getirilmesi ise getiriye düşürücü etki yapabilmektedir. Aradaki dengenin iyi kurulmasına özen gösterilmelidir.

Tercihli getiri (preferred return) sistemi de sektörde tartışılan diğer bir konudur. Bu sistemde fon, kamunun belirlediği tercihli getirinin altında getiri sağlarsa; özel sektör yatırımcısı cezalandırılmakta, tercihli getirinin üstünde getiri sağlarsa ödüllendirilmektedir. ABD’de geliştirilen bu sistem, İngiltere’deki Enterprise Capital Funds tarafından adapte edilerek kullanılmıştır. Enterprise Capital Funds’da kamu, tercihli getirinin üstündeki kârı özel sektör yatırımcısına aktarmaktadır. İngiltere’deki Regional Venture Capital Fund ve High Tech Fund’daki başka bir uygulamada ise tercihli getirinin altında bir getiri elde edilirse özel sektör cezalandırılmamakta, tersine tercihli getiri ile gerçekleşen getiri aradaki fark kamu tarafından özel sektöre ödenmektedir.

Diğer bir yöntem ise özel sektör yatırımcısına kamunun payını belirli fiyattan alım hakkı tanımadır. Özel sektöre kamunun payını alım hakkı tanıyan Yozma programı, Yeni Zelanda, Avustralya, Danimarka, Kore, Latvia, Rusya ve Şili gibi birçok ülkede, farklı modeller ile tekrarlanmaya çalışılmıştır. Elde edilen başarı seviyeleri ise değişkendir. Programın beklendiği etkiyi yaratmadığı ülkelerde nitelikli yatırım fırsatı bulmadaki zorluklar en büyük engel olarak gösterilmektedir. Bu ülkelerdeki başarısızlıkların nedenlerine bakıldığında teknoloji yoğun fikirlerin sınırlı sayısı ile çok yönlü odağı olan girişimci takımları bulmadaki

zorluklar, ilave finansman ihtiyacının karşılanması için gerekli fonlardaki kaynak kısıtlılığı yatırımlardan erken çıkılmasına veya finansman ihtiyacının karşılanamaması problemlerine yol açarak bu ülkelerdeki programları olumsuz etkilemiştir.

Bunun yanında kamunun fonlarda azınlık payına sahip olması da kayıplara karşı önemli bir önlemdir. Bu araçlar kullanılırken dikkatli davranılması halinde kamu için büyük maliyetler ortaya çıkabilir. Diğer taraftan, kamu-özel sektörün eşit koşullarda yatırım yapılmasında ısrarcı olmak; özel sektöre risk algısının yüksek olduğu, zararın paylaşılmak istendiği gibi sinyaller göndererek özel sektörü tedirgin edici olabilir. Özellikle ilaç sektörü, bio-teknoloji gibi çok riskli alanlarda özel sektör eşit koşullarda yatırım yapmaya genellikle istekli olmamaktadır.

Kamu tarafından desteklenen GS fonlarının başarı şansını yükseltmek için ihale yoluyla yapılan kamu alımlarının öncelikle bu fonların yatırım yaptığı şirketlerden sağlanması yönünde öneriler de son dönemde tartışılmaktadır.

Özel sektöre yatırım garantisi verilmesi yeni kurulan, nispeten riskli şirketlere yönelik finansman imkânlarını artırmaktadır. Konu hakkında AB Komisyonu'na bağlı CORDIS (Community Research and Development Information Service)'de yenilikçi teknolojilere verilebilecek garantilere ilişkin yayınlanan kitabın [35] temel bulguları aşağıda sıralanmıştır:

- i. Bankalar, yeni kurulan teknoloji odaklı şirketlerin finansal riskinin genel olarak KOBİ'lerden daha düşük olduğunu fark etmeye başlamıştır. Bunun temel nedeni teknoloji odaklı şirketlerin çalışanlarının genelde daha profesyonel ve eğitimli olmasıdır.
- ii. Garanti mekanizmalarının çoğu GS fonlarının yatırımlarına garanti vermektedir.
- iii. Garanti altına alınan şirketlerin %3'ü ila %10'u iflas etmektedir.
- iv. Garanti verilmesi genelde şirketlerin daha ucuz borçlanmasını sağlamamaktadır. Borçlanma maliyetlerinin düşmesi için kamu bankalarının devreye girmesi ya da özel sektör garanti mekanizmalarının geliştirilmesi faydalı olabilmektedir.

Garantilerin ne kadar işe yaradığı da tartışmalı bir konudur. Avrupa Komisyonu'nun yenilikçilik politikasına ilişkin yayınına göre [36], devletin garanti vermesinin GS sektörünün yüksek riskli teknoloji odaklı şirketlere yönelik tutumunu değiştirmeden, bu garantilere Hollanda'da son verilmiştir. Almanya'da BTU'nun başarısız olmasının en önemli nedenlerinden biri garantilerdir. Diğer taraftan, Kore'de garanti uygulaması devam etmektedir.

Sonuç olarak, her ülkenin kendine özgü koşullarının olduğu düşünülerek sektöre verilecek destekler tasarlanmalıdır. Birçok ülkede kamu kurumlarında portföy risk yönetimi pratiklerinin yerleşmemiş oluşu ve yeni firmalara yatırımı özendirici mevzuatın eksikliği gibi nedenler fon kurulumu aşamasında engel oluşturmaktadır. Ayrıca azınlık paylarının yeterli korunmaması, sermaye piyasalarının yeterli derinliğe sahip olmaması, şirket satın alma ve birleşmelerinde düşük faaliyet düzeyi, GS sektörünün büyümesini sınırlayan etmenler arasında gösterilmekte olup, politika oluştururken bu hususların dikkate alınması gerektiğine literatürde sıklıkla vurgu yapılmaktadır.

Yukarıda yapılan çıkarımların yanı sıra iktisadi analiz çerçevesinde konuya bakıldığında GS sektörünün etkin işlemesi için piyasa mekanizmasının doğru şekilde çalışması, arz-talep dengesinin makul bir fiyat düzeyinde oluşması gerekmektedir. GS fonları tarafından piyasaya arz edilen kaynağın, işletmeler tarafından talep edilen ihtiyacı aşması halinde GS finansmanının fiyatı düşecek, diğer bir ifadeyle GS fonlarının beklediği getiri oranı azalacak ve paralelinde fonların şirketlerden talep ettiği ortaklık payı da azalacaktır. Ancak arz fazlası durumunda GS finansmanının bir kısmı kaçınılmaz olarak potansiyeli düşük şirketlere de yönelmek zorunda kalacaktır. Bu yönelme neticesinde GS fonlarının portföyünde değer üretemeyen şirketlerin sayısı artacak, sektörün ortalama getirisi düşecektir. Arz fazlasının

aşırı olması ve uzun vadede devam etmesi halinde büyüyemeyen şirketlere yapılan yatırımlar GS sektöründe toplu iflaslara neden olabilecektir.

Piyasa başarısızlığına ilişkin diğer risk ise piyasaya arz edilen kaynağın, şirketler tarafından talep edilen kaynaktan düşük olmasıdır. Bu durumda GS finansmanının fiyatı artacak, diğer bir ifadeyle GS fonlarının beklediği getiri oranı yükselecek ve fonlar şirketlerden daha fazla ortaklık payı talep edecektir. Daha fazla ortaklık payı vermek istemeyen şirketler GS finansmanına başvurmayacaktır. Bu ise GS fonlarının gelişimine engel olacaktır.

7. Sonuç ve Öneriler

7.1. Hukuki ve Düzenleyici Çerçevenin Geliştirilmesi

7.1.1. Limited Ortaklık Modeli

Uluslararası uygulamalarla uyumlu, GS fonlarının kurulmasını kolaylaştıran ve yatırımcıların haklarının güvenceye kavuşturan yasal altyapının güçlendirilmesi Türkiye’de GS fonlarının sayısının ve yatırım hacminin artırılmasında önemli faktörlerden biri olarak öne çıkmaktadır. Türkiye’de GSYO olarak faaliyet gösteren GS fonları uluslararası uygulamalarla paralellik arz etmediğinden yatırımcılar açısından bilinen bir model olarak kurumsal yatırımcılar tarafından kabul görmemiştir.

Bu açıdan uluslararası kabul görüş limited ortaklık modelinin Türk mevzuatında eksik olması önemli bir sorun olarak görülmektedir. Tüm dünyada GS yatırımcılarının ve fon yöneticilerinin alışkın olduğu bu yapının eksikliği nedeniyle Türkiye’de şimdiye kadar sadece 11 GSYO kurulmuştur. Kaldı ki, GSYO modeli temel olarak anonim şirket yapısı içinde tasarlanmış olduğundan Türk Ticaret Kanununun anonim şirketlerle ilgili kısıtlamalarıyla karşılaşmaktadır. Daha da önemlisi GS fonlarında en önemli unsur olan lider ve limited ortakların hak ve sorumlulukları tebliğle düzenlenmiş ve bu yatırımcılar açısından gerekli olan güvenceyi sağlamaktan uzak algılandığından, amaçlanan gelişme gerçekleşmemiştir.

Yeni Sermaye Piyasası Kanununda yer alan Girişim Sermayesi Yatırım Fonu (GSYF) modeli daha esnek olmakla birlikte, tüm hususların yine tebliğle düzenlenmiş olması, fon yöneticileri için getirilen koşulların çok ağır olması önemli bir eksiklik olarak görülmektedir. Ayrıca modelin yeni olması bu modelin test edilerek uluslararası alanda kabulü zaman alacaktır. Bu itibarla uluslararası uygulamalarla uyumlu limited ortaklık modeline dayalı GS yapısını Türk mevzuatına kazandırmak GS sektörünün geliştirilmesi açısından büyük önem taşımaktadır.

7.1.2. Yatırımcıların Korunması ve İhtilafların Çözümü

Ayrıca GS fonları karmaşık hukuki sözleşmeler üzerine inşa edilmektedir. Bu nedenle yatırımcıların haklarının daha fazla korunması ve mahkeme süreçlerinin en kısa sürede tamamlanması şirketlere sermaye iştiraki yoluyla finansman sağlanmasını arttıracaktır.

7.1.3. Vergi Uygulamaları

GS portföy yönetim şirketlerine ödenecek ücretlerin vergilendirilmesine ve yatırımcıların çıkışı sonrasında ödeyeceği vergiye ilişkin olarak uygulamaların açık ve şeffaf olması, fon yöneticilerinin ve yatırımcıların Türkiye’ye çekilmesi için gereklidir [37]. Farklı kanunlarda ve alt düzenlemelerde vergi uygulamalarının yer alması karışıklığa yol açtığından; GS’ye ilişkin tüm vergi düzenlemelerinin tek bir yerde toplanmasına veya GS’ye yönelik vergi rejiminin çok iyi anlatılmasına ihtiyaç duyulmaktadır. Türkiye’deki vergi yükünün rakip ülkelerle en azından eşit düzeyde olmasına yönelik çalışmalar yapılması GS fonları açısından Türkiye’yi daha cazip hale getirecektir.

7.2. Girişim Sermayesi Yatırımlarının Arttırılması

7.2.1. Kamu Destekli GS Fonların Fonu Modelleri

Kamu destekli GS fonların fonu yapılarının veya bunlara benzer programların devreye sokulması GS'ye yönelik kaynağın artışı için faydalı görülmektedir. KOSGEB, TÜBİTAK, Hazine Müsteşarlığı ve TKB halen bu tür yapılara destek sağlayabilmekte olup, diğer kamu kurum ve kuruluşlarının da bu alanda çalışmalar yürütmektedir.

Kanada'da kamunun GS'ye katkısı birçok akademik çalışmada ele alınmıştır. Cumming ve MacIntosh [20] ile Brander, Raphael ve Werner [21] çalışmalarında kamu tarafından desteklenen GS fonlarının, tamamen özel sektör tarafından desteklenen fonlara kıyasla daha düşük performans gösterdiği ortaya konmuştur. Brander, Egan ve Hellmann [22] tarafından yapılan çalışmada ise kamu destekli GS fonlarının değer yaratma (halka arz, satın alma-birleşme), karlılık, yenilikçilik, istihdam oluşturma kabiliyetleri özel sektördekilere karşılaştırılmıştır. İstihdam hariç diğer üç alanda kamu destekli GS fonları daha düşük performans göstermiştir.

Kamu destekli fonların başarılı olması için sistemin bütün olarak görülmesi, tüm aşamaların dikkatlice tasarlanması gerekmektedir. En alt basamak olan iş meleği ağlarından en üst basamak olan halka arza kadar finansal ekosistemin etkin işlemesi temel hedef olmalıdır. Bu çerçevede, GS sektörüne milyarlarca dolarlık kamu desteği verilse dahi çıkış için uygun koşullar tasarlanmadığında sistemde aksaklıklar olacak ve kamu kaynağı verimsiz şekilde kullanılacaktır. Bu durumun önüne geçmek için tüm ilgili kamu kurum ve kuruluşların katılımı ile "fonların fonu" türü yapıların desteklenmesine yönelik ortak ilkelerin belirlenmesi önem arz etmektedir.

7.2.2. Finansal Derinlik

Türkiye'deki sermaye piyasasının derinliği düşüktür. Özellikle TL cinsinden özel sektör yurt içi kredilerin GSYH'ye oranında ve borsa kapitalizasyonu ile yurt içinde ihraç edilen özel sektör borçlanma kâğıtlarının hacminin GSYH'ye oranında Türkiye geliştirmekte olan ülke ortalamasının altında kalmaktadır [38]. Yurt içi tasarrufların [39] ve yatırım araçları hakkında farkındalığın düşük olması, kurumsal yatırımcıların yeterince gelişmemiş olması gibi nedenler bu duruma yol açmaktadır. Bu alanlarda gelişme sağlanması durumunda GS'ye yönelen kaynak miktarı da artacaktır. Diğer taraftan, GS arzının artırılmasıyla bu alanda faaliyet gösteren fonların yatırımlardan çıkış yapması da kolaylaşacaktır.

7.2.3. GS Alanındaki Beşeri Kapasite

Yerel GS fonlarında istihdam edilen beşeri sermayenin güçlendirilmesi sistemin etkinliğinin artmasına katkı sağlayacaktır. Kamu destekli fonların fonu modellerinde Türk vatandaşlarının uzman düzeyinde çalıştırılmasının zorunlu olması, yine bu modellerde uluslararası alanda başarısını kanıtlamış GS fonları ile Türk vatandaşları tarafından kurulmuş GS fonlarının ortak yatırım yapması veya ortak çalışması teşvik edilmelidir. Böylece tecrübe aktarımı yoluyla sektördeki mevcut beşeri sermaye niteliğinin artması sağlanacaktır.

7.3. Girişim Sermayesi Fonlarının Yatırım Yapabileceği Şirket Stokunun ve Kalitesinin Artırılması

7.3.1. Girişimcilik

Son dönemde özellikle internet ve bilişim alanında kısa sürede ortaya çıkan dev şirketler girişimciliğin önemini artırmıştır. Türkiye'de de bu eğilime paralel şekilde yeni kurulan işletmeleri teşvik edecek adımlar atılmıştır. Bu adımları destekleyecek şekilde liseden

başlayarak, müfredata; girişimcilik derslerinin alınması, araştırmacılık, yenilikçilik kültürünü desteklemeye yönelik üniversite programlarının sayısının yükseltilmesi, üniversite-sanayi işbirliğinin güçlendirilmesi ve çeşitli yarışmalar düzenlenmesi faydalı olacaktır.

7.3.2. Kurumsal Yönetim İlkeleri

İktisadi İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD)'ne göre kurumsal yönetim, şirketlerin yönlendirildiği ve kontrol edildiği sistem olarak tanımlanabilir. Bu sistem şirketin yönetim kurulu, hissedarları ve diğer çıkar grupları arasındaki ilişkiler dizisini içerir. Ayrıca, şirketin amaç ve hedeflerinin saptandığı ve bunlara erişebilmek için performansı izleme araçlarının belirlendiği bir yapıyı ortaya koyar. Kurumsal yönetim ilkelerinin temel amaçları şunlardır [40]: temsilcilik sorununu en aza indirmek, yönetim kurulunun sorumluluklarını açıkça belirlemek, azınlık hissedarlarını korumak, şeffaflığı sağlamak, profesyonel yöneticilere görev vermek, şirketin performansını artırmak.

Yönetim, kontrol ve sahipliğin aynı kişide ya da aynı ailede birleşmesi bir işletmenin kurumsallaşmasına zarar vermektedir. Bu durum Türkiye'de çok yaygın olan aile şirketlerini de olumsuz etkilemektedir. Profesyonel yöneticilerin işletmede görev almasını amaçlayan kurumsal yönetim, aile işletmelerinde sürdürülebilirliğin sağlanması için hayati öneme sahiptir [41]. Azınlık paylarının haklarının korunması ve şeffaflığın sağlanması da önemli sorunlar olarak Türkiye'de kendini göstermektedir. Daha fazla GS yatırımının çekilmesi için bu alanlarda somut gelişmelere ihtiyaç vardır.

Kaynakça

- [1] OECD, "The SME Financing Gap", http://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/the-sme-financing-gap-theory-and-evidence_fmt-v2006-art11-en, 3 Mayıs 2014.
- [2] National Venture Capital Association, "Recent Stats & Studies, 2011", http://www.nvca.org/index.php?option=com_content&view=article&id=257&Itemid=103, 7 Mayıs 2014.
- [3] National Venture Capital Association, "Recent Stats & Studies, 2013", http://www.nvca.org/index.php?option=com_content&view=article&id=344&Itemid=103, 7 Mayıs 2014.
- [4] European Venture Capital Association, "Yearbook 2013", <http://www.evca.eu/media/142790/2013-European-Private-Equity-Activity.pdf>, 7 Mayıs 2014.
- [5] European Investment Fund, "December 2010", http://www.eif.org/what_we_do/equity/news/2010/2010_ivci.htm, 24 Haziran 2014.
- [6] European Venture Capital Association, "Yearbook 2011", http://www.evca.eu/uploadedfiles/Home/Knowledge_Center/EVCA_Research/Statistics/Yearbook/Evca_Yearbook_2011.pdf, 7 Mayıs 2014.
- [7] Groh, A., Liechtenstein, H. ve Lieser K., The European Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indices, IESE Business School Working Paper, No: 773, 2008.
- [8] Groh, A., Liechtenstein, H. ve Lieser K., *The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index*, IESE Business School, 2011.

- [9] Duruflé, G., Government Involvement in The Venture Capital Industry International Comparisons. *Canada's Venture Capital & Private Equity Association (CVCA)*, 1-22 (2010).
- [10] FedDev Ontario, "Basın Duyurusu", <http://www.feddevontario.gc.ca/eic/site/723.nsf/eng/00215.html>, 5 Mayıs 2014.
- [11] Kanada Alberta Hükümeti, "Innovation and Advanced Education Program", <http://eae.alberta.ca/economic-development/technology/support/avac.aspx>, 5 Mayıs 2014.
- [12] MaRS, "Investment Accelerator Fund", <http://www.marsdd.com/funding/investment-accelerator-fund/>, 5 Mayıs 2014.
- [13] Covington Capital Corporation, "Ontario Emerging Technologies Fund", <http://www.covingtonfunds.com/funds/institutional/ontario-emerging-technologies-fund>, 6 Mayıs 2014.
- [14] The B.C. Renaissance Capital Fund Ltd, B.C. "Renaissance Capital Fund", <http://www.bcrf.ca/bcrf/index.html>, 6 Mayıs 2014.
- [15] Alberta Enterprise, "Alberta Enterprise Financial Resources", http://www.alberta-enterprise.ca/?page_id=1192, 6 Mayıs 2014.
- [16] Government of Quebec-Canada, "Business Creation in the Technology Sector", <http://www.marketwired.com/press-release/canada-quebec-private-sector-partners-invest-100-million-business-creation-technology-622569.htm>, 6 Mayıs 2014.
- [17] BDC Fund of Funds, "Tandem Expansion Fund", <http://www.techvibes.com/blog/tandem-expansion-fund-announces-first-closing-of-300-million>, 6 Mayıs 2014.
- [18] Ontario Venture Capital Fund, "Investing in Innovation", <http://ovcf.com>; 6 Mayıs 2014.
- [19] Teralys Capital, "Quebec Government Support", April 2009 <http://montrealtechwatch.com/2009/04/27/the-caisse-de-depot-solidarity-fund-fql-and-qc-government-join-forces-for-teralys-825-m-fund/#>, 6 Mayıs 2014.
- [20] Cumming, D.J., MacInthosh, J. G., *Canadian Labour-Sponsored Venture Capital Corporations: Bane or Boon?*. Aktaran; A. Ginsberg ve I. Hasan, eds., *New Venture Investment: Choices and Consequences* (Elsevier Science Academic Press), 2003, 169-200.
- [21] Brander, J.A., Raphael A. and Werner A., Venture-Capital Syndication: Improved Venture Selection vs. the Value-Added Hypothesis. *Journal of Economics & Management Strategy*, 11, 3, 423-452 (2002).
- [22] Brander, James A., Egan, Edward J., Hellmann, Thomas F., Government Sponsored versus Private Venture Capital: Canadian Evidence, National Bureau of Economic Research Working Paper No: 14029, 2008.
- [23] New Zealand Venture Investment Fund Limited, "New Zealand Venture Investment Fund", <http://www.nzvif.com>, 6 Mayıs 2014.
- [24] Bundesministerium für Wirtschaft und Energie, "ERP Start Fonds, June 2011", <http://www.bmwi.de/DE/Presse/pressemitteilungen,did=404746.html>, 6 Mayıs 2014.
- [25] Bundesministerium für Wirtschaft und Energie, "ERP/EIF Dachfund", <http://www.foerderdatenbank.de/Foerder-DB/Navigation/Foerderrecherche/suche.html?get=views;document&doc=8933>, 6 Mayıs 2014.

- [26] Bundesministerium für Wirtschaft und Energie, "High Tech Gründerfond", <http://www.foerderdatenbank.de/Foerder-DB/Navigation/Foerderrecherche/suche.html?get=views;document&doc=9241>, 6 Mayıs 2014.
- [27] Schertler. A, *Dynamic Efficiency and Path Dependencies in Venture Capital Markets*, Springer Science & Business Media, 2003, 115.
- [28] The Canadian Venture Capital and Private Equity Association, "Government Involvement in the VC Industry International Comparisons, May 2010", https://www.cvca.ca/files/Downloads/Government_Involvement_in_the_VC_Industry_Intl_Comparisons_May_2010.pdf, 8 Mayıs 2014.
- [29] The Canadian Venture Capital and Private Equity Association, "Israeli Life Science Funds;, May 2010", https://www.cvca.ca/files/Downloads/Government_Involvement_in_the_VC_Industry_Intl_Comparisons_May_2010.pdf, 8 Mayıs 2014.
- [30] Avnimelech, G., "VC Policy: Yozma Program 15-Years Perspective", <http://www2.druid.dk/conferences/viewpaper.php?id=5606&cf=32>, 20.05.2014.
- [31] Özpınar, F. European Investment Fund - Istanbul Venture Capital Initiative (iVCi) - YOZMA Programı, 2011.
- [32] Korea Venture Investment Corp, "Korea Fund of Funds", <http://www.kvic.co.kr/eng/contents.do?contentsNo=184&menuNo=450>, 10 Mayıs 2014.
- [33] Korea Credit Guarantee Fund (KODIT), "Capital Fund", http://www.kodit.co.kr/html/english/about_kodit/intro/cap_fund.jsp#content, 10 Mayıs 2014.
- [34] İstanbul Girişim Sermayesi İnisiyatifi, "Fonların Fonu", <http://www.ivci.com.tr/Default.aspx?lang=tr>, 10 Mayıs 2014.
- [35] Gracey A.,D., *Guarantee Mechanisms for Financing Innovative Technology – Survey and Analysis*, European Commission: Luxembourg, 2001.
- [36] European Commission, Directorate General Enterprises 'Innovation and SME' Programme, European Trend Chart on Innovation: Innovation Policy in Europe March 2000.
- [37] Nabarro LLP, "Indirect Investment quick reference guide", <http://www.nabarro.com/downloads/popular-property-investment-vehicles.pdf>, 17 Mayıs 2014.
- [38] İMKB, "Verilerle İMKB, Aralık 2010", http://borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Borsa_Istanbul_For_Investors.pdf, 17 Mayıs 2014.
- [39] World Bank, "Sustaining High Growth: The Role of Domestic Savings Synthesis Report(2011)", http://siteresources.worldbank.org/TURKEYEXTN/Resources/361711-1331638027014/CEM_DomesticSavings_fulltext.pdf, 17 Mayıs 2014.
- [40] Sönmez, A., Toksoy, A., Kurumsal Yönetim İlkelerinin Türkiye'deki Aile İşletmelerine Uygulanabilirliği. *Maliye Finans Yazıları*, 92, 51-90 (2011).
- [41] PwC, "Küresel Aile Şirketleri Araştırması 2012 Türkiye Sonuçları, Kasım 2012", <http://taider.org.tr/wp-content/uploads/2013/11/pwc-kuresel-aile-arastirmasi-2012-turkiye-sonuclari-kasim-2012-fce8c.pdf>, 18 Mayıs 2014.