

DAĞITIK GİRİŞİMCİ SERMAYESİ: KİTLE-FONLAMASI*

Distributed Venture Capital Financing: Crowd-Funding

*Mustafa Ergen[‡], Jason Lau[§], Kuntay Bilginoglu^{**}*

ÖZET

Türkiye’de teknoloji bazlı girişimcilik, klasik sermayenin çekingen ve risk yatırımcı kuruluşlarının tecrübe ve fon yetersizliklerinden dolayı yeterince ilerleyememektedir. Bu sarmalı kırmak için birçok kişiden mikro sermaye toplanması yöntemiyle girişimci fonlanması önerilmekte ve Türkiye’ye özgü mekanizmalar anlatılmaktadır. Dışarıda kitle-fonlaması ‘crowd-funding’ olarak bilinen yöntem, az sayıda bir gruptan yatırım almak yerine sayıca fazla olan bir gruptan düşük meblağlar temin etmek üzerine kurulmuş bir finanse etme yöntemidir. Bu sistem ABD’de Amerikan senatosunun çıkardığı yeni ‘US JOBS Act’ ile yasalaşmaktadır. Birleşik Krallık yani Büyük Britanya’da ise yasalaştırılmıştır. Kitle-fonlaması kitlenin gücüne doğrudan bağlı olup, kitle-kaynak (crowd-sourcing) konseptiyle büyük benzerlikler gösterir. Geleneksel yöntemlerin dışına çıkarak, mali sermaye desteği ya da yalnızca bilgilenmek anlamında olsa bile büyük bir kitleden faydalanmak çok daha yararlı ve demokratik bir platform oluşturur. Fikirlerin olgunlaşması ve alışverişi konusunda daha ulaşılabilir ve güçlü bir yapı sunar.

Anahtar kelimeler: Girişimcilik, Startup, Risk Sermayesi, Girişim Sermayesi, Silikon Vadisi, Kitle-kaynak, Kitle-fonlama

ABSTRACT

In Turkey, growth of technology-based entrepreneurship remains stunted due in part to the risk aversity of traditional capital and lack of experience and funds amongst venture capital. Using the US JOBS Act as a benchmark as well as the similar law in United Kingdom, to solve this issue we are proposing the application of indigeneous crowdfunding mechanisms, and specifically equity-based crowdfunding, toward entrepreneurship financing. Crowdfunding is the concept of raising financing via small amounts from a lot of people. Similar to crowdsourcing, crowdfunding seeks to tap into the power of the larger crowd or community, to create an open, democratic platform more powerful and more accessible than traditional channels.

Key Words: Venture Capital, Entrepreneurship, Crowd-funding, JOBS ACT, STARTUP ACT, Startup, Silicon Valley, Innovation, Crowd-sourcing

* Bilim, Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı’nın 2013 yılında düzenlediği 3. Sanayi Şurasında yayınlanmıştır. Daha fazla bilgi için kuluçka.ku.edu.tr

‡ Koç Üniversitesi Kuluçka Merkezi Direktörü, Doç Dr. mergen@ku.edu.tr

§ Koç Üniversitesi Kuluçka Merkezi Yöneticisi, jlau@ku.edu.tr

** Koç Üniversitesi Öğrencisi, kbilginoglu@ku.edu.tr

GİRİŞ

Kitle-fonlaması ya da **dağıtık sermaye** ya da **kalabalık fonlaması** ya da **kitle-yatırımı**, son yıllarda özellikle Amerika ve başta Almanya, İngiltere gibi Avrupa ülkeleri olmak üzere birçok ülkede kullanılan, yeni kurulmuş, finansman arayışı içerisindeki şirketlere yeni bir seçenek olarak doğmuş bir ortaklık biçimidir. Basitçe anlatmak gerekirse; birçok küçük yatırımcının birleşerek kendilerinin seçtiği bir projeye yatırımlarına karşılık bekleyerek ya da bazen sembolik karşılık isteyen bir biçimde ortak olması, ürün geliştirme aşamasındaysa ön sipariş vermesi ya da bir çeşit bağışta bulunarak, girişimcilere sermaye sağlamasına denir.

Kavramsal olarak incelendiğinde, Lambert ve Schvienbacher, Klemann'ın ortaya koyduğu kitle-kaynaklamasını genişleterek [1]; kitle-fonlamasını "internet vasıtasıyla girişimlere belirli amaçlar doğrultusunda bağışçı olarak, ödül karşılığı, borç vererek ya da hissedar olarak finansal kaynak oluşturma için bir açık çağrı" olarak tanımlamışlardır [2].

Bu makalede, kitle-fonlama metotlarına, yatırım almak isteyen şirketlerle ilgili ABD'de çıkarılan teşvik ve düzenlemelerin tanıtımına ve pratik Türkiye'ye özgü önerilere değineceğiz. Bu öneriler sayesinde çok daha fazla girişimin sermaye bulması sağlanarak Silikon Vadisi'nde geleneksel risk yatırımıyla yüzde bir olan yatırım bulma imkanının ülkemizde daha yükseklere çekilmesi olasıdır, bunun yanında girişimleri başarılı sonlandırma oranında Silikon Vadisi'ndekinden aşağılarda olacak olması riskin aşırı dağıtıldığı için kabul edilebilir olacaktır [3]. Yani daha çok girişim başarı ihtimalinin az olmasına rağmen yola çıkacak ve girişimcilik fabrikasının çarkları iyi yüzdelere ulaşma yolunda çalışmaya başlayacaktır. Bu çarkları çalıştıramamanın en büyük zararı, yeni teknolojilerdeki fırsat pencerelerinin zamana ve birikime bağlı olmasından dolayı kaybedilme ihtimalidir.

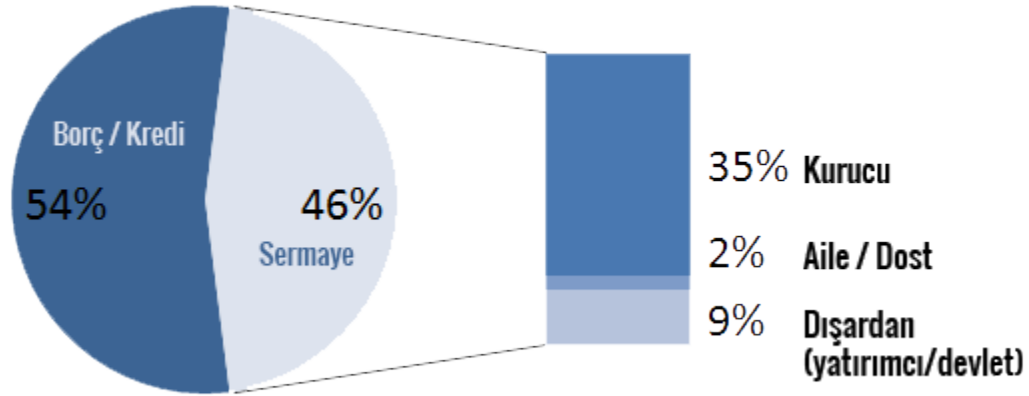
MOTİVASYON

Ölçeklenebilir teknoloji girişimlerinde, ülkemizdeki sermaye çekingenliği ve tecrübe yetersizliği bu firmalara yapılan yatırımların düşüklüğündeki başlıca sebeplerdendir. Türkiye koşullarında risk sermayesi bazlı şirketleşmelerin üç saç ayağını incelersek aşağıdaki yetersizlikleri görebiliriz. Akabinde dağıtık sermaye sistemi ile bunu nasıl aşabileceğimize değineceğiz.

Risk Yatırım Sermayesi: Özel sektörde yeterli sermaye miktarı olmasına rağmen risk yatırımına uzak durmaktadırlar. Bunun başlıca sebebi olarak hâlihazırdaki ülkenin verdiği diğer yatırım imkanlarının getirisi daha fazladır. Risk sermayesiyle büyüyen şirketleşmelerin yoğun olduğu diğer ülkelerde, bu sermayedarlık ortalama olarak en çok getiri getiren bir yatırım aracı olması sebebiyle yatırımcıların ilgisini çekmektedir. Devlet sektöründen gelebilecek emekli sandığı fonları gibi büyük yatırım imkânları aşağıda detaylı anlatılacak nedenlerden dolayı değerlendirilmemektedir. Kısacası, risk sermayesinin Türkiye'deki ortalama getirisi şu anda çok düşüktür ve dünya çapında değerlendirilecek örnekleri neredeyse yok denebilecek kadar azdır.

Bunun yanında devlet sektöründe teşvik edici sermaye TÜBİTAK, Ulaştırma ve Haberleşme Bakanlığı, Bilim, Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı, KOSGEB gibi kurumlar aracılığıyla sağlanmaya çalışılmaktadır; lakin verilen yatırım dünya ölçeğinde oldukça düşüktür ve şirketlerin serpilip büyümesini engellemektedir. Devletin çalışma prensibi sıfır hata ile çalışmaya kurgulandığından, girişimciye bürokratik külfet ve usandırıcı olarak negatif etki yapmakta ve usulsüzlüğe itmektedir.

Risk Yatırımcı Kuruluş: Türkiye’de bu kurumların sayısı çok az ve yetersizdir. Fonksiyonu oldukça önemli olmasından dolayı girişimci tarafından sermayedar olarak görülür. Çünkü esas sermayedarların temsilcisi ve tek yetkilisidir. Verilecek fonun geri dönmesinden sorumludurlar ve girişimciyi seçmekle kalmaz, yönetim kurulu üyesi olarak denetler ve kendi bilgi, beceri ve kontaklarını kullanarak girişimcinin başarısına katkıda bulunurlar. Olası başarısızlığı girişimci ile beraber paylaşırlar. Her yapılan girişime kendileri dahil olup bizzat ilgilenirler. Başarılı yatırım yapanlar, yeni fon bulur ve devam eder. Dünyada tam anlamıyla bu işi yapan Türkiye uyruklu kişilerin sayısı maalesef bir elin parmaklarını geçmemektedir. Ayrıca Silikon Vadisi’ndeki risk yatırımcısıyla çalışmış Türkiye kökenli girişimcilerin sayısı da maalesef azdır. Bunun için teknoloji dalgalarını görüp, ortaya çıkacak sorunları, olası ürünleri ve sonuçları en az beş yıl öncesinden sezme ve ilişkiler ağı kurarak yatırım yaptıkları şirketlerin başarılı bir şekilde çıkışını (‘exit’) sağlamak çok önemli bir deneyimdir. Bu deneyim eksikliğinden dolayı bir çok fikir yanlış değerlendirmelerle neticelenebilmektedir. Devlet bazlı değerlendirme kurulları da genellikle ya bürokratik formüllere dayanarak denetimi öne çıkarıp, işin özündeki **subjektiviteyi** önemsememekte ya da teknik yeterlilik ölçme yeteneği olanları seçip ticari başarıyı isklamaktadır. Bu halihazırdaki risk yatırımcılarını, yerel pazarı ele geçirecek global başarı göstermiş iş planlarını, lokalde denemeye yöneltmektedir. Bunlar işletmeleri Türkiye sınırlarına hapsedmekte ve çok kolay rakiplerinin çıkmasına imkan tanımaktadır. Bu da olan pazarı küçültmekte ve girişimciye başarılı çıkış imkanı tanımamaktadır. Bunun yanında büyük şirketlerin kendi alt yapı, insan gücü ve bağlantılarını değerlendirerek, yatırım yapacakları şirketlere avantaj kazandıracakları aynı zamanda da üretilecek yeni teknolojiden fayda sağlayacakları şirket risk yatırım birimleride (corporate venture capital) yok denecek kadar azdır.



Girişimci: Türkiye’de girişimci yukarıdaki yetersizliklere ek olarak, deneyim ve bilgi eksikliğinden dolayı, kısıtlı bir alanda yenilik yapmayı denemektedir. Dünyadaki teknik dönüşüm dalgalarını besleyecek bir ekosistemin etrafında olmayışı, girişimciyi olanı takip eden konuma itmiştir. Dünya ölçeğinde ses getirecek bir fikri olanlar da ya iş kurma, yönetme ve pazar analizinde yetersiz kalmakta ya da bu işi gerçekleştirecek takımı ülkede bulamamakta ya da girişimci sermayenin aceleci olup 4-5 yıla yayılan bir fonlama desteğini veremeyecek olmasından dolayı yerel ölçekteki işlere yönelmektedir. Yerel pazara yönelenlerin de risk sermayedarının ve risk yatırımcı kuruluşların yukarıda değinilen kısıtlamalarından dolayı çok azı bu imkanı bulabilmekte ve bunlardan da yine çok azı başarılı olabilmektedir. Toplamda başarı oranının düşük olması da, toplum nezdinde risk sermayedarlığına olumsuz etki yaparak esas sermayedarların uzak durmasını sürekli olarak beslemektedir.

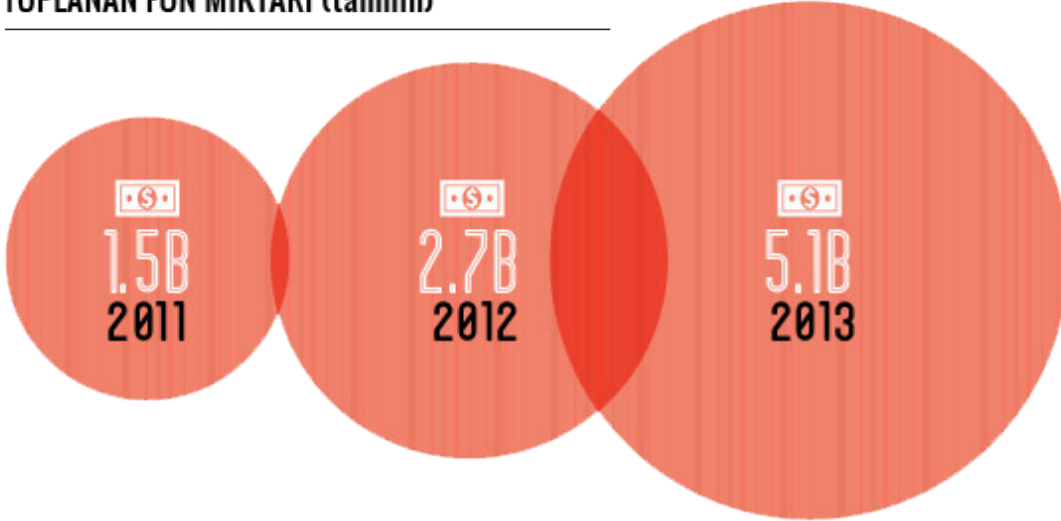
Kıscası; bu durumu değiştirmek için kitleleri devreye sokabiliriz. Yatırımcı sayısını artırıp, yapacakları yatırımın miktarını azaltarak riski dağıtabiliriz. Bu yöntem uygulanan bazı ülkelerde elle tutulur sonuçlar üretmeye başlamıştır. Topluluęun yatırım gücü ile fonlama, demokratikleşerek sıradan insanların da yenilikçi şirketlere yatırım yapacağı bir hale gelmekte, kısıtlı ve az sayıda olan risk yatırımcılarına ulaşma sorunu aşılmaktadır.

Kitle-fonlamasına yakın yöntemler daha önce ülkemizde denenmiştir. Tamamen '**kar payına**' dayalı yapılan ve genellikle yurt dışındaki vatandaşların kişisel bağlantıları ile hissedar olarak katıldığı ve işgal alanı olarak Türkiye seçilen yatırımlarla şekillenmiştir. Her ne kadar hukuki alt yapının önemsenmeyişi ve sağlıksız şirket yapılarının kurulması daha sonraları mağduriyetler çıkarmış olsa da, başarısızlıktaki en önemli etken girişilen işlerde riski az, bilinen işlerin seçilmesi ve kar marjının düşük olması sebebiyle kendi kendine sürdüremeyen şirketlerin kurulmasıdır/fonlanmasıdır. Halbuki gelen yatırımlar riskli ama ölçeklendirilerek büyüyen teknoloji konularına yatırılsaydı ya da daha kolay bir şekilde o zamanlar İnternet ile büyüyen Silikon Vadisindeki şirketlere yatırılıp, Türkiye için ayrıcalıklar sağlansaydı, bugün bu sermaye günümüzdeki büyük şirketlerin ortağı olabilir, Türkiye'de her birinin ofisinde çalışan sayısız insan gücümüz olabilirdi. Kısaca kitle-fonlaması bize uzak bir çalışma şekli değildir.

KİTLE-FONLAMASI

2012 itibariyle, dünya çapında 500'ün üzerinde Kuzey Amerika ve Avrupa'yı esas alan ve yaklaşık olarak 2.7 milyar Amerikan Doları üzerinde fon toplayan kitle-fonlaması bulunmaktadır [4].

DÜNYANIN TÜM KİTLE FONLAMA PORTALLARININ TOPLANAN FON MİKTARI (tahmin)



Kitle-fonlaması temelde üç tipe ayrılabilir. Bunlar: Bağış/Ödül, Borç ve Sermayedir.

BAĞIŞ/ÖDÜL KİTLE-FONLAMASI

İnsanlar belli bir sebep ve amaca inandıklarından ötürü yatırım yaparlar. Örneğin ödül sistemi ile yeni yapılacak bir albümün kapağında yer alan teşekkür metninde olmak, bir davetin biletlerini almak, düzenli haber ve güncellemeler edinmek, bedelsiz hediyeler almak, bağışçılar için bir motivasyon olabilir. Buna ek olarak, bağışta bulunanlar başkalarına bir şeyler vermek ve karşılığında belki sadece projeye yardım

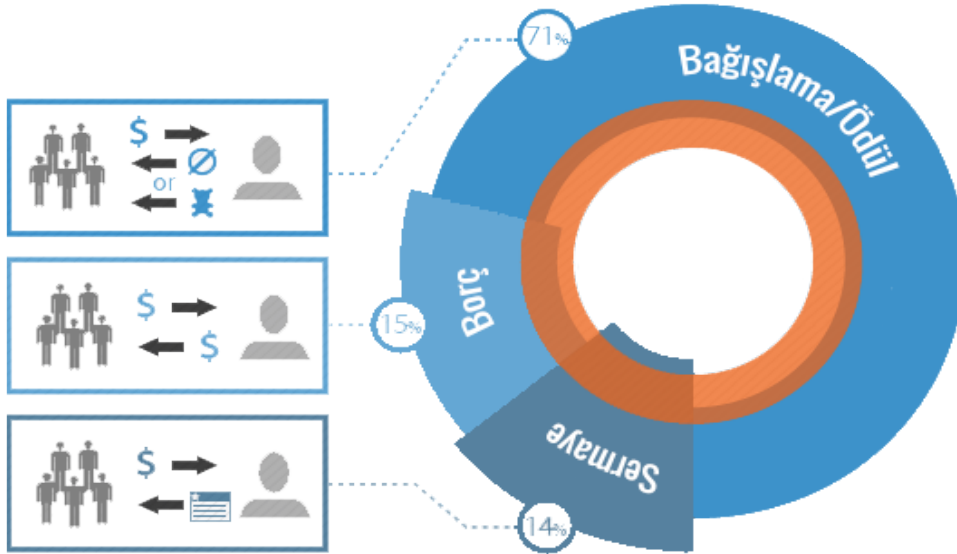
etmeleri sebebiyle yaşadıkları mutluluk dışında herhangi bir şey almamaları sebebiyle sosyal ve kişisel motivasyon da kazanmaktadırlar (Ör. kickstarter.com, indigogo.com).

BORÇ KİTLE-FONLAMASI

Yatırımcılar paralarını faizi ile birlikte geri almayı hedeflerler. Buna aynı zamanda denkler arası borç verme denmektedir (P2P). Denkler arası borç verme, geleneksel bankaların baypas edilmesi suretiyle borç verilmesine izin vermektedir (Ör. lendingclub.com, prosper.com). Bu durumda geri dönüşümler finansaldır, ancak yatırımcılar bir fikrin başarısına katkıda bulunmanın da menfaatini görmektedirler. Çok fakir ve gelişmekte olan ülkelere küçük miktarda paraların borç verilmesi yani mikrofinans durumunda, verilen borç karşılığında faiz alınmamakta ve borç veren sadece sosyal iyilik için bu davranışta bulunmaktadır (Ör. kiva.org).

SERMAYE KİTLE-FONLAMASI

İnsanlar bir fırsata hisse karşılığında yatırım yapmaktadırlar. Para karşılığında, işten veya projeden küçük paylar hisse olarak verilmektedir. Başarılı olunması durumunda hisse değerleri artacak aksi halde ise hisselerin değeri azalacaktır. Biz ağırlıklı olarak bu yöneme odaklanıyor olacağız çünkü bu yöntem genellikle yeni girişimlere başlangıç sermayesinin toplanması için kullanılmaktadır (Ör. crowdcube.com, circleup.com, seedrs.com, etc.).



KİTLE-FONLAMASININ AVANTAJLARI

Kitle-fonlamanın esas getirisi, geleneksel girişim sermayesi yatırım alanlarının dışına çıkmak ve bu yatırımlara oranla çok daha geniş bir yatırımcı yelpazesine ulaşmaktır.

Örnek olarak, kitle-fonlamanın müşterilere çok daha iyi bir fiyat ayrıcalığı sağlaması, özellikle bireysel yatırımcılar için farklı aralıklarda sermaye imkanı yaratmasından dolayı çok daha geniş arz fazlası yaratabilir. Fakat bu sadece miktarı az olan fonlamalar için geçerlidir. Yatırım ihtiyacı çok arttığında ise, hem yatırımcı için risk oluşur hem de birçok farklı aralıktaki fonlamayı kontrol etmek, yatırım alan için çok zor bir hale bürünür [5].

Daha geniş bir kaynaklama, aslında daha geniş bir coğrafi bölge anlamına gelir. Geleneksel olarak girişimciler, sabit bir coğrafi konumdan finansman sağlamaya çalışırlar. Buna verilebilecek en önemli örnek de Silikon Vadisi'dir. Sabit bir konumda kurulan şirketler erken evre kaynaklama döneminde diğer şirketlerle aynı ağda ve mesafede bulunmaya özen gösterirdi. Örneğin, risk yatırımcısı, yatırım yaptığı şirketlere en fazla yarım saat mesafede olmayı isterdi [3]. **Ancak kitle-fonlaması, yatırımcıyla girişimci arasındaki coğrafi konum zorunluluğunu yıkmış ve yatırımcı ile girişimci arasındaki mesafeyi ortalama 4800 km'ye çıkarmıştır [6].** Böylece, girişim projelerinin başlangıç sermayesi için geleneksel olarak kullanılan kişisel çevre (arkadaşlar, aile bireyleri) demokratikleşmiş, uzaklık problemi olmaksızın herkese yayılmıştır.

Bu tip finansal yararlarının dışında, kitle-fonlaması vasıtasıyla girişimcinin ürününün halka sunulması ve potansiyel tüketicinin dikkatinin çekilmesi çok önemli bir husustur. Piyasaya sürülmeden önce potansiyel tüketici tarafından ürünün onaylanması, ürün piyasaya sürüldüğü anda büyük avantajlar sağlamaktadır. İlk fon sağlayıcıları ürünü ilk kullananlar olup, bu ilgi doğru bir şekilde yönlendirilebilirse ürün için ağızdan ağıza yayılan çok yararlı bir referans oluşturabilir [2].

Buna karşın, kitle-fonlama yatırımcıları yatırıma karar verirken, özellikle benzer projelerden, 'en iyi 5 şirket' listelerinden, bloglardaki proje haberleri ve güncellemelerinden gözle görülür şekilde etkilenmekte ayrıca projenin ivme kazandığı konusunda kanıt istemektedirler. Ek olarak, kitle-fonlamasıyla yola çıkan girişimlerin önündeki en büyük engel ise daha sonraları şirketlerini büyütme için gereken sermayeyi sağlayacak (institutional) risk yatırımcılarına erişimdir. Elbette, şirkete kitle-fonlaması yapanlar arasında da, geniş ağa sahip olanlar olabilir ve bu imkanlarını şirketin potansiyel yatırımcılara ulaşması için kullanabilirler. Lakin, daha önceden projelerine 'büyüme sermayesi' için yatırım vaadinde bulunan bir risk yatırımcı kitlesine sahip olmayan girişimciler için kitle-fonlama kampanyaları zor olabilir. Kitle-fonlaması bu detaylarıyla birlikte; sadece bir web sitesine proje koymak kadar kolay değildir.

ABD'DEN ÖRNEK ÇALIŞMA: JOBS KANUNU

Bu husus Amerika Birleşik Devletleri'nin gündemine Barrack Obama'nın 5 Nisan 2012 tarihinde yasalaştırdığı 'Jumpstart Our Business Startups – JOBS⁺⁺' (Yeni Girişimci Şirketlerin Tetiklenmesi) kanunu ile gelmiştir. Söz konusu kanunun özellikle ABD'de direkt olarak kitle-fonlamasını hukuki hale getirecek olan II. bölümü dahil olmak üzere bazı bölümleri 23 Eylül 2013 itibarıyla ABD'nin sermaye piyasası kurulu olan SEC (Securities and Exchange Commission) tarafından onaylanmıştır [7].

JOBS kanunu'nun beş bölümü aşağıdaki şekilde açıklanabilir:

JOBS KANUNU 1. BÖLÜM: GİRİŞİM SERMAYESİ ŞİRKETLERİ (EMERGING GROWTH COMPANIES) İÇİN BAŞLATILMIŞ HALKA ARZLAR (IPO ON RAMP)

JOBS kanununun ilk kısmı halka arza hazırlanan şirketler için hazırlanmıştır. Son yıllarda sayısı azalan IPO'lara rağmen, Amerikan Kongresi, Girişim Sermayesi Şirketleri (önceki dönem mali yılında 1 milyar doların altında gelir elde eden şirketler) için özel kurallar koyup, bu şirketleri kamuoyuna açık olma konusunda tam olarak ya da kısmen muaf tutar. Bir GSS'nin SEC'e göre gizli bir halka arz kaydı için satışlarının reklamına başlamadan en az 21 gün öncesine kadar bunu ilan etme zorunluluğu vardır. Böylece

⁺⁺ Jobs aynı zamanda İngilizcede işin çoğuludur.

bazı alıcılarla “nabız yoklayarak” tekliflerinin ilgi uyandırıp uyandırmadığını ölçebilir. Bu yapılanların hepsi özellikle küçük şirketler için çok yavaş olabilecek olan halka arzları hızlandırmayı amaçlamaktadır.

JOBS KANUNU 2. BÖLÜM: İŞ KURANLARIN SERMAYEYE ULAŞIMI

JOBS kanununun ikinci kısmı hisse senedi satışlarının düzenlenmesiyle ilgili yasalardaki değişikliklerden dolayı dikkat çekiyor. Geçmişte, bazı hisse senedi satış teklifleri SEC kaydından muaf olurlardı fakat bu tekliflerin aleni olarak reklamlarının yapılmaması ve alıcılarının yeterince büyük kuruluşlar ya da akredite^{##} yatırımcılar olmaları gerekmektedir. Bu bölüm; SEC’e, eğer hisse senedi çıkaran şirket alıcılarının akredite olduklarına kanaat getirilirse ve bununla ilgili gerekli adımları atarsa aleni pazarlamayla ilgili olan yasakları kaldırması zorunluluğunu getirmiştir.

JOBS KANUNU 3. BÖLÜM: KİTLE-FONLAMASI

JOBS kanununun bu bölümü kitle-fonlamasını kanunlaştırmakla ilgilidir. Bir şirket 12 ay içerisinde broker ya da fonlama web sitesiyle 1 milyon Amerikan Dolarına kadar para toplayabilir. Yatırımcılar en önemlisi akredite olmayabilir ama kazanç ya da varlıklarına göre yıllık yatırım üst limitleri, yatırımcı eğitim gereksinimleri ve genel reklam limitleri ile kısıtlanmışlardır.

JOBS KANUNU 4. BÖLÜM: KOBİ SERMAYE YAPISI

JOBS kanunun diğer başlığı güvenlik kaydı (SEC kaydı) muafiyetinin başka bir türünü çekici hale getiriyor. A bendi uygulamasına göre, eğer hisse senedi çıkaran şirket SEC’e küçük-kayıt yaptırırsa ve fonlamanın teşvik edilmesiyle ilgili kanun hükümlerine uyarırsa, akredite ya da akredite olmamış yatırımcılara satış yapabiliyor. 4. Bölüm, yıllık finansal bilançoların denetlenmesi ve gerekli dosyalamaların yatırımcılarca erişimine olanak verilirse 12 aylık süreç için 5 ile 50 milyon Amerikan Doları arasında teklif limiti hakkı veriyor.

JOBS KANUNU 5. BÖLÜM: ÖZEL ŞİRKETLER İÇİN ESNEKLİK VE BÜYÜME

JOBS Kanununun son kısmı bir şirketin pay sahipleri sınırını SEC kanununun yıllık raporlama gereksinimlerine girmeden yükseltiyor. Daha öncesinde, özel (private) bir şirket ancak 500 hissedara kadar özel (private) olarak kalabilirken, 5. Bölüm bu sayıyı 2000 hissedara ya da 500 akredite olmayan hissedara çıkartıyor [8].

Bölüm 1 ve Bölüm 5 kararnamenin kabulünden hemen sonra yürürlüğe girmiş, Bölüm 2 ise SEC tarafından 23 Eylül’de uygulamaya konulmuştur. Bölüm 3 ve 4 ise hala detaylandırılmak üzere SEC tarafından incelenmekte ve üzerinde çalışılmaktadır. Tahminen 2014’ün ilk çeyreğinde tamamen kabul edilecektir.

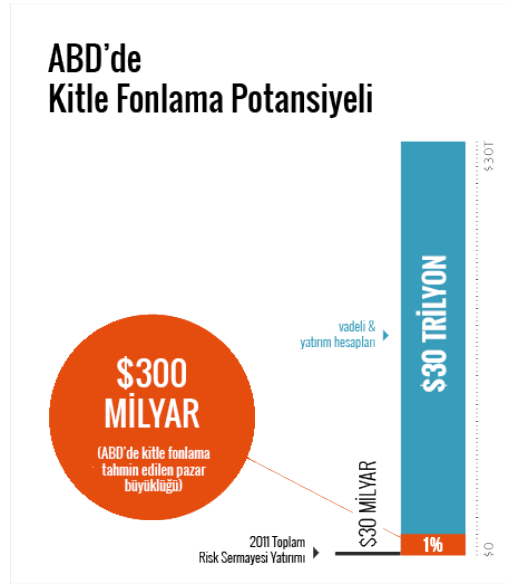
Sonuç olarak, JOBS kanunu tamamen kabul edildiğinde Amerikan girişimcilik camiasına etkisi şu şekilde olacak:

- Halka arz süreci girişim şirketleri için rahatlatılacak ve küçük şirketler arasında bile birçok halka arz gerçekleşmesine olanak tanınacaktır.
- İzin verilen iletişim yollarının genişletilmesiyle, genç girişimci şirketlerin potansiyel yatırımcı portfolyosu genişleyecek ve bu sayede doğru yatırımcıları bulmaları için harcanan zaman kısalmaktadır.

^{##} Son 2 yılda toplam varlığı 1 milyon Amerikan Doları üzerinde ya da yıllık kişisel gelirleri 200 bin Amerikan Dolarının (çiftler için bu rakam 300 bin Amerikan Dolarıdır.) üzerinde olan yatırımcılar bir sonraki sene için tahmini gelirlerinin devam etmesi beklenerek akredite olabiliyorlar.

- Kitle-fonlama muafiyeti, Amerika’da yer alan ve hisse arzında bulunan şirketlere erken aşamadaki küçük finansal pazarı çok daha büyük bir yatırımcı ve sermaye tabanına açacaktır.
- Şirketlere daha uzun süre halka açılmadan kalma ve daha uzun süre para toplama imkanı tanınacaktır.

Özellikle 3. Bölüme yoğunlaşırsak, sermaye finansmanının akredite olmayan yatırımcılara açılmasıyla bu kanun geleneksel sektörlere ve KOBİ tipindeki şirketlere (bunlar şuan kendini finanse eden ya da borca dayalı finanse olan şirketlerdir) nazaran yeni finansal olanaklara sahip olacaktır. Bunlara ek olarak, kitle-fonlama, erken dönem yatırımcılar için ikincil bir pazar açılmasına ve erken çıkışlara olanak sağlayacak, ve arttırılmış nakit portfolyo potansiyelini arttıracaktır.



Kitlenin karşılaşılabileceği riskleri sınırlamak için, önceki akreditasyon esnetilse de kanun kitledeki her bireyin gelirine dayalı şekilde üst limitler getirmektedir. Yatırımcılar, kitle-fonlaması yatırımı yapmadan önce temel yatırımcı eğitimlerine tabi tutulmak zorunda olacaklar ve kitle-fonlama kanalları SEC tarafından direkt olarak yönetilip, yapıtıma tabi tutulacaktır.

İNGİLTERE’DEN BİR ÖRNEK

ABD öz sermayeye dayalı kitle-fonlamayı (Equity Based Crowd-funding) açmaya hazırlanırken; İngiltere kitle-fonlamayla ilgili düzenlemeleri 2011 yılında yapmış ve bu düzenlemeler sermaye piyasa kurulu olan FCA (Financial Conduct Authority) tarafından onaylanmıştır. CrowdCube adlı şirket FCA tarafından 2013 yılında ruhsatlandırılmış ve Birleşik Krallık’ın ilk kitle-fonlama platformu olarak, hissedar olabilmeleri için yatırımcıların hizmetine girmiştir. Ekim 2013 itibarıyla, CrowdCube 13 Milyon Pound’ün üzerinde para toplamış ve 71 işi fonlamıştır [9].

Kısa bir süre önce, 2013’ün Ekim ayında, FCA, yatırım temelli kitle-fonlama platformları için yeni bir düzenleme getirdi. Şirketlere borç vermeyi planlayan yatırımcı/tüketiciler, denkler arası (P2P) kitle-fonlama web siteleri aracılığıyla bu borçların prosedürleriyle ilgili bilgi alabileceklerdir. Bunun dışında borç almak isteyen girişimcilerin kredibiliteleri hakkında bir değerlendirme de borç vermeden önce yatırımcılara iletilmelidir. Kitle-fonlama siteleri ve platformları bu borçların geri ödeme süreçlerini borçlu

şirketler iflas etse dahi garanti altına almak zorunda olmalıdır. 14 günlük bir süre içerisinde borçlu ve alacaklı için cezai işlem olmadan tarafların anlaşma iptali hakkı vardır [10].

Bunlara ek olarak, FCA İngiltere'deki Tüketici Kredisi Piyasasının düzenleme yetkilerini Office of Fair Trading'den (OFT) 1 Nisan 2014 itibarıyla alacaktır. Piyasa Düzenleme yetkilerinin el değiştirdiği tarihte ise Uzun Dönem ve Borca dayalı Kitle-fonlama Platformları için yeni düzenlemeler getirilecektir. FCA'ın getirmeyi düşündüğü düzenlemeler aşağıdaki gibidir:

- Perakende sektöründe, şirketler bu platformları sadece aşağıdaki profile sunacaklardır:
 - Eğitimli yatırımcılar, yüksek öz varlığa sahip yatırımcılar, denetimli yatırımcılık bilgisine sahip perakende müşterileri ya da yatırım şirketlerindeki yetkililer
 - Kendi portfolyolarının %10'undan fazlasını yatırım olarak kullanmayacağını belgeleyen perakende müşterileri (ikamet ettikleri ev, emekli maaşları ya da hayat sigortaları gibi). Bu bilgi de aslında girişimcilik için alınan yatırımların %100'ünün kayıp yatırım olarak değerlendirilmesi gerektiğini ifade eder çünkü kurulan girişimci şirketlerin %50 ile %70'i ilk yıllarında başarısız olurlar.
- Buna ek olarak, birçok platform yatırımlar için bir bilgilendirme özeti hazırlasa da, girişimleri için yatırım desteği isteyen şirketlerin verdikleri bilgileri destekler nitelikte oldukları ya da geliştirdikleri ürünün tanıtıldığı aşamada olduğu konusunda emin olmalıdır ve istenen yatırım tutarının buna uygun olup olmadığını kontrol etmelidir. Eğer bunun için ilan "Haftanın Yatırımı" ya da "Özel Yatırım" gibi bir ünvanla sitede sergilenecekse FCA izni alması gerekecektir [10].

Sonuç olarak, FCA'ın kitle-fonlama sürecine bu denli katılımı, küçük yatırımcıyı korurken aynı zamanda küçük iş girişimlerinin desteklenmesi açısından kitle-fonlamasını çok önemli kılmaktadır. Kitle-fonlamasıyla yatırım ya da borç olarak fonlanan miktarlar şimdilik düşük olmasına rağmen, FCA düzenlemeleriyle gelecek yıllarda ciddi oranda artacaktır.

Türkiye'de ise ödül kitle-fonlaması konusunda yeni internet girişimleri mevcut ama hiçbiri henüz girişim aşamasından çıkmamıştır.

- fonlabeni.com
- projemefon.com
- biayda.com
- fongogo.com

Yasalarda hukuki kısıtları olması ve genel kitleyi ayaklandıracak bir bilgi ve motivasyon sağlanmayışı, bu alanda en çok söz edilen sıkıntılardır.

Türkiye’de Kitle Fonlaması: Pratik Öneriler



Yasa Değişiklikleri



SPK Denetimi



Eğitim İmkanları



Destek Araçları



Yeni Modeller



Vergi Avantajı

PRATİK ÖNERİLER

YASA DÜZELTMELERİ VE YÖNETİM

Genelde aşağıdaki grafikte belirlendiği gibi kitle-fonlama portallarının hepsi belli bir süreci takip eder. Çoğu kitle-fonlaması sistemlerinde baştan girişimci tarafından belirlenen fonlama miktarı hedefe ulaşırsa, bu miktar girişimciye transfer edilir (All-or-Nothing; 4. adım); ulaşmadıysa o toplanan miktar fonlayanlara aynı şekilde iade edilir. Fakat projeyi fonlamak isteyen yatırım yapma sözü verdiği anda (3. adım), miktar hesapta bloke edilir.



Türkiye’de kitle-fonlamasının büyümesi için bu sürecin izlenmesinin kolaylaştırılması ve her adımın yasallaşması gerekmektedir. Şu anda bir kitle-fonlama portalı, hukuki olarak banka yapısında olmadığı için para tutamıyor; ayrıca fatura kesmeden para da toplayamıyor. Genel olarak kitle-fonlamasının Türkiye’de yeni bir kavram olması sebebiyle yasanın bu doğrultuda tanımlanması ve tüm bu sürecin yasallaşması gerekir.

Ayrıca, Yeni Türk Ticaret Kanununun yürürlüğe girmesi ile birlikte limited şirketler en az 1 en fazla 50 ortak ile kurulabilirler, fakat kitle-fonlamasında girişimcilerin çok daha geniş bir ortak portfolyosu olacaktır. Kitle-fonlamasının daha küçük işletmeler ve projelere yönelik olması dolayısıyla Anonim Şirketi kuracak

50.000 TL bulunamaması ciddi bir engel olabilir. Bu nedenle Yeni Türk Ticaret Kanununda limited şirketlerin maksimum ortak sayısının 50'den 5000'e, belki de daha yüksek bir rakama çekilmesi gerekebilir.

Bununla birlikte de tüm kitle-fonlama portallarının sürekli olarak denetlenmesi için SPK'da (Sermaye Piyasa Kurulu) ayrı bir birim kurulmalı ve kitle-fonlamasına özgün süreçler net bir şekilde tanımlanmalıdır. Öncelikle kitle-fonlama portalları SPK'nın değerlendirmesinden geçmeli ve onaylanmalıdır. SPK'nın onayı olmadan bir kitle-fonlama portalı para toplamamalıdır. Sonrasında SPK, kitle-fonlama portallarıyla birlikte proje başvurularını inceleme sürecine dahil olmalı ve aktif bir rol oynamalıdır.

EĞİTİM, ARAÇLAR VE FARKINDALIK

Yatırımcılar dışında kalan topluluk için de, kitle-fonlamasına aktif olarak katılmadan önce bir eğitim/sertifika programı tasarlanmalı ve yaygınlaştırılmalıdır. Bu programın hedefi kitle-fonlamasının risklerinin ve avantajlarının anlatılması ve genel bir farkındalık yaratılması olmalıdır. Bununla birlikte ABD'deki JOBS Kanunu benzeri bir kanun ile yatırımcıların kazanç ya da varlıklarına göre yıllık yatırım üst limitleri ve genel reklam limitleri belirlenmelidir.

Benzer bir şekilde, kitle-fonlamasını kullanmak isteyen girişimcilerin uygun bir eğitim ve hazırlık sürecine tabi olmaları gerekiyor. Şu zamana kadar kitle-fonlaması projelerinin çoğunlukla internet etkileşimlerini kullandıklarını görüyoruz [2]. Kitle-fonlaması, fırsatları ve sorumlulukları anlayarak, kampanya için gerekli hazırlıkların yapılması ve kampanya materyallerinin, prototiplerin ve projenin pazarlanmasını gerektirir. Bunun yanında proje hedeflerinin gerçekleştirilmesi ve kitle-fonlaması camiası ile tüm bilginin paylaşımını sağlamak esastır [11]. Başarılı proje sayısının artırılması da girişimcilerin verimli online pazarlama araçlarını kullanmasına, piyasada ürününü doğru konumlandırmasına ve uygun kitle-fonlama platformlarını kullanmasına bağlıdır⁵⁵.

Bunlara ek olarak, kitle-fonlaması platformları haricinde, online bazı araçlar geliştirilip kitle-fonlaması girişimcileri her kademedede desteklenebilir. Değerlendirme sürecinden (başarılı bir kitle-fonlaması kampanyası için yeterli kaynağa sahip miyim?), kaynaklara ulaşma (gönüllü ve profesyonel desteği projeme nasıl sağlayabilirim?) ve test sürecine kadar (kampanyamı başlatmadan önce iş planım hakkında nasıl geri bildirim alabilirim?) kademeler çeşitlenebilir [12, 13]. Sektör yasallaştığında, bu araçlar TÜBİTAK, Sanayi Bakanlığı, KOSGEB ve benzeri devlet kurumlarıyla kurulabilir. Diğer girişimcileri desteklemek için halihazırda bulunacak olan kitle-fonlama sürecinin ara hizmetleri için diğer girişimcilere bir çağrı yapılabilir ya da bunların sağlanması için yarışma düzenlenebilir.

MODEL GENİŞLETİLMESİ

Bunun yanında ülkemize özgü modeller geliştirebiliriz. Örneğin, ülke genelinde televizyon veya internet üzerinden sunulacak iş planlarına katılımı mikro düzeye indirmek için ülke genelinde sıkça kullanılan cep telefonu kısa mesaj servislerini kullanabiliriz. Bu bize özgü bir yapı olarak şekillenebilir ve para toplama konusunda kolaylaştırıcı bir özellik olarak diğer ülkelerin modellerinden farklılaşabilir ve miktarı

⁵⁵ Her iki eğitim de örneğin KOSGEB tarafından devralınıp, halihazırda verilen girişimcilik eğitimlerine eklenebilir ya da bundan ayrı olarak verilebilir. Bunun dışında TÜBİTAK'ın şu an süregelen 1512 no'lu girişimcilik sertifika programı müfredatına da eklenebilir.

arttırabiliriz. Kısa mesaj, kişinin TC Kimlik Numarası ile kayıt altında olduğu için gönderilen kısa mesaj tutarı operatörler üzerinden girişimci şirkete aktarılır ve kayıtlar SPK'ya iletilir.

Diğer bir örnek olarak banka kredi kartlarının sadakat programlarındaki bonus puanları ile hisse almaya imkan tanıyabiliriz. Bu sefer kayıtlar bankalardan SPK'ya akar. Bunu diğer sadakat programlarıyla birleştirip, genişletebiliriz.

Başka bir örnek olarak ise bu tip harcamaların AR-GE desteği kapsamında vergisiz değerlendirilmesi gündeme alınabilir ve her şirkette vergiden düşülebilecek bir miktar şirket çalışanlarının maaşlarına ek veya tamamlayıcı olarak kitle-fonlaması hakkı ile dağıtılır. Çalışanlar da bununla, seçecekleri girişimcileri fonlar. Bu vergiden düşülen miktar yüzbinlerce çalışana dağıtılacağı için doğru girişimci seçme ve başarılı olacak fikre para yatırma konusunda normalde alınan risk dağıtılır ve riski azaltan bir mekanizma sağlanır. Kazanç, çalışan ve şirket arasında paylaşılır. Eğer bir girişimci kalabalıklardan iyi bir fon toplamışsa, girişimcinin fikrinin pazar analizi de dolaylı olarak yapılmış demektir.

SPK içinde bir birim, girişimci şirketlerin hisse oranlarını tutar ve yeni fonlamayla değişen hisse oranlarının kaydını tutan kurum olarak yatırımcıların şirket üzerindeki hakkını sağlar. Bunun yanında bu servis üzerinden fonlanacak şirketler içinde her çeyrekte bir danışman şirket tarafından mali tablosunu açık bir şekilde raporlaması beklenir. Burda subjektivitenin yaşaması önemlidir. Yatırımcı yatırım yaparken serbest bir şekilde girişimciyi seçtiği gibi, girişimci de toplanan fonu harcarken serbest olmalıdır. Yatırımcının yatırım getirisi, şirketlerin satın alınması veya halka açılması üzerine planlanır ve belli büyüklüğe ulaşan şirketlerin halka arz sürecinde zaten daha önce onu kitle-fonlaması ile fonlayanların sayıca büyüklükleri önemli bir gösterge sağlar.

SONUÇ

Girişimciliğin üç ana unsurundan biri olan girişimci düzeyini kısa vadede değiştiremeyiz ama risk sermayedarı ve risk yatırımcı kuruluşların şu andaki zayıf durumlarını kitleleri devreye sokarak güçlendirebiliriz. Dağıtık finans ya da kitle-fonlaması, kısaca çok küçük ölçekte sermayenin, dağıtık bir şekilde toplanarak şirket fonlanmasıdır. Bu fonlama şu anda Silikon Vadisinde güçlü olan risk sermayeciliğine ek bir yöntemdir. Biz ek yöntem yerine **ilk yöntem** olarak değerlendirebiliriz.

Bu tip bir fonlama metodu elbette dünyada gördüklerimiz gibi mükemmel ölçekte girişimcilik başarılarını hemen çıkarmayabilir. Lakin girişimciliği, o ölçüğe getirecek çarkların çalışmasını başlatacak fonlamayı sağlayabilir. Ne kadar çok girişimci, yeterli sermaye ile yeni şirket kurarsa, girişimcilik ile yörgülen insan yapısı da o şekilde artarak bir sinerji birikimi (spill-over effect) olacaktır. Çarklar döndükçe ve başarılar geldikçe yetersiz kalan yapılar da zamanla yeterli hale gelecektir. Bu tip bir yöntem bize benzer diğer ülkelere de model olabilir ve bu ülkelerin girişimcilik alt yapısı, bu işi başarıyla yapabilen Amerika, İngiltere, İsrail ölçüğüne yaklaşabilir.

Dağıtık sermaye sistemi için gerekli olacak hukuk, medya ve idari denetim desteğinin şartlarının oluşturulması ve operasyonu yönlendirecek aracı kurum alt yapısının da devlet kurumları nezdinde tanımlanmasının gerekmesi projenin oldukça büyük ve koordinasyon gerektiren bir çalışmaya ihtiyaç duyulmasını getirmektedir.

Kısaca, teknoloji üretme ve global pazara sahip olma yarışında, bir kaç ülke bizden girişimci deneyimi, kalitesi, risk yatırımcısı deneyimi, sayısı ve yatırım miktarı yönünden ileride, diğerleri ile aynı şartlardayız^{***}. Bu denklemden bir tanesi olan yatırım bulmayı belki diğer ülkelerden daha kolay ve bize özgü şekilde sağlayarak daha çok girişimci deneyimi sağlar ve değerler yaratabiliriz çünkü ülkelerin kişi başına düşen gelirlerine baktığımızda eğer kalabalıkları harekete geçirebilirlerse içlerinden bir kaç Silikon Vadisi çıkartabilecek potansiyeli olduğunu görebiliriz.

*** Amerikan teknoloji borsası NASDAQ'a kote teknoloji şirketlerinin uyruklarına bakarsak bir numarada 367 şirket ile Amerika, iki numarada 34 şirket ile Çin, üç numarada 23 şirket ile İsrail, dört numarada 7 şirket ile Kanada, beş numarada 6 şirket ile Tayvan'ı görürüz. Hindistan, Japonya, Almanya, İngiltere, İrlanda, İsviçre, Singapur, Hollanda'nın birer-ikişer şirketi vardır. Geri kalan ülkelerin hiç şirketi yoktur.

KAYNAKÇA

- [1] Kleemann, F., G.G. Vo and K. Rieder, Un(der)paid Innovators: The Commercial Utilization of Consumer Work through Crowdsourcing. *Science, Technology & Innovation Studies*, 4: 5-26. 2008.
- [2] Belleflamme, Paul ; Lambert, Thomas ; Schwienbacher, Armin. Crowdfunding: an Industrial Organization Perspective. June 10, 2010.
«http://economix.fr/pdf/workshops/2010_dbm/Belleflamme_al.pdf.» [Çevrimiçi]. [Erişildi: Ekim 2013]
- [3] Ergen, Mustafa; Entrepreneurship Models of Countries That Leverage Silicon Valley. Master Thesis, UC Berkeley. 2004. «<http://wow.eecs.berkeley.edu/ergen/FILES/IAS.htm>.» [Çevrimiçi]. [Erişildi: Ekim 2013]
- [4] Crowd Funding Industry Report, «<http://www.crowdsourcing.org/document/crowdfunding-industryreport-abridged-version-market-trends-composition-and-crowdfunding-platforms/14277>.» [Çevrimiçi]. [Erişildi: Ekim 2013]
- [5] Belleflamme, Paul ; Lambert, Thomas ; Schwienbacher, Armin. Crowdfunding: tapping the right crowd. CORE Discussion Paper; 2011/32. (2011).
- [6] Agrawal, Ajay K.; Catalini, Christian; Goldfarb, Avi; The Geography of Crowdfunding; Working Paper 16820; February 2011.
- [7] United States Jumpstart Our Business Startups Act. 2012. «<http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/BILLS-112hr3606enr/pdf/BILLS-112hr3606enr.pdf>.» [Çevrimiçi]. [Erişildi: Ekim 2013]
- [8] The Jobs Act isn't all crowdfunding, «<http://www.forbes.com/sites/realspin/2013/10/08/the-jobsact-isnt-all-crowdfunding/>.» [Çevrimiçi]. [Erişildi: Ekim 2013]
- [9] «<http://www.crowdcube.com/infographic>.» [Çevrimiçi]. [Erişildi: Ekim 2013]
- [10] FCA, The Financial Conduct Authority outlines how it will regulate crowdfunding. Press Release. «<http://www.fca.org.uk/news/the-financial-conduct-authority-outlines-how-it-will-regulate-crowdfunding>.» 24 October 2013. [Çevrimiçi]. [Erişildi: Ekim 2013]
- [11] Hui, Julie; Gerber, Elizabeth; Greenberg, Mike; Easy Money? The Demands of Crowdfunding Work. Northwestern University, Segal Design Institute, Technical Report No. 4. 2012.
- [12] Schwienbacher, Armin; Larralde, Benjamin. Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures. *Handbook of Entrepreneurial Finance*, Oxford University Press. 2010.
- [13] Ward, Chris; Ramachandran, Vandana; Crowdfunding the next hit: Microfunding online experience goods. «<http://people.cs.umass.edu/~wallach/workshops/nips2010css/papers/ward.pdf>.» 2010. [Çevrimiçi]. [Erişildi: Ekim 2013].