

SPOTLIGHT GİRİŞİMCİLİK

Spotlight

# Girişim Sermayeleriyle İlgili

## Efsane

*Diane Mulcahy*



**ESER Sara Hughes Millions of Colours 3 (detay)** 2003, kumaş üzerine akrilik boya



**Diane Mulcahy**, eski bir girişim sermayedarı ve Ewing Marion Kauffman Vakfı girişim sermayesi direktörüdür. Ayrıca Bobson College'in girişimcilik bölümünde misafir öğretim görevlisi ve Eisenhower üyesidir.

**S**TEVE JOBS, MARK ZUCKERBERG, SERGEY BRIN: Bu girişimcileri başarılarıyla anıyoruz ve çoğu zaman şirketlerini ilk kurduklarında onları destekleyerek başarılarında payı olan girişim sermayedarlarını göklere çıkarıyoruz. Kleiner Perkins ve Sequoia gibi ünlü girişim sermayesi (VC) şirketleri en başarılı genç şirketleri bulma ve finanse etme yetenekleri etrafında birer marka haline geldiler. Forbes Midas listesinde zirvedeki girişim sermayedarlarını belirleyerek onlarda efsanevi derecede büyüleyici bir yatırım dokunuşu olduğunu tescillemiş oluyor. Girişim sermayesinin hikayesi büyük yatırımların ve aşırı kazancın zorlayıcı öyküsü gibi görünüyor.

Gerçek ise bambaşka. Apple, Facebook ve Google hakkındaki hikayelerin perde arkasında, girişim sermayesi destekli yeni şirketler arasında batanların, başarılı olanlardan çok daha fazla olduğunu gösteren rakamlar var. Ayrıca girişim sermayelerinin kendileri de geri dönüş yaratmakta henüz iyi değil. 10 yıldan uzun zamandır hisse senedi piyasaları pek çoğunu geride bırakıyor ve 1999'dan bu yana da girişim sermayesi fonları başa baş noktasını zar zor yakalıyor.

Girişimciler olmadan girişim sermayeleri de olmazdı ama yine de söz konusu girişim sermayesi şirketleriyle görüşmek olunca, girişimciler kendilerini ikinci planda hissediyor. Yeni bir şirket kuran ya da kurmayı düşünen birisi için girişim sermayelerini çevreleyen şehir efsaneleri etkili olabilir. Şirket kurucularının sektörle ve sunduklarıyla ilgili daha gerçekçi bir algıya sahip olmalarına yardımcı olabilmek amacıyla bu makalede çok yaygın efsanelerin bazılarını meydana okuyacağım.

#### EFSA NE 1

### Yeni Şirketlerin Birincil Kaynağı VC'dir

Yeni kurulan şirketler arasında VC finansmanı kural değil, istisnadır. Tarihsel olarak ABD şirketlerinin sadece küçük bir yüzdesi (yüzde 1'den azı) VC şirketlerinden sermaye aldı. Üstelik sektör daralmaya devam ediyor: ABD Ulusal Girişim Sermayeleri Birliği (NVCA) verilerine göre; aktif VC şirketlerinin sayısı 1990'larda zirve yaptıktan sonra 2001-2011 arasında 744'ten 526'ya düştü. 2001 yılında topladıkları sermaye miktarı 39 milyar dolar iken 2011'de 19 milyar dolara düştü.

Ama daha az VC daha az yeni şirket sermayesi anlamına gelmiyor. VC olmayan finans kaynakları hızla artıyor ve girişimcilere geçmişte olduğundan çok daha fazla seçenek sunuyor. Melek yatırımcıların yani VC'lerden çok daha erken bir aşamada küçük sermayeler yatıran varlıklı bireylerin fon sağladığı şirket sayısı, VC'lerin fonladığından 16 kat fazla ve payları da artmaya devam ediyor. 2011'de melekler yaklaşık 65 bin şirkete 22 milyar dolar yatırdı, buna karşılık

VC'ler 3 bin 700 şirkete 28 milyar dolar yatırdı. Yeni kurulan şirketleri melek yatırımcılarla ilişkilendiren online bir platform olan AngelList, melek finansmanının muazzam büyümesinin en iyi örneklerinden biri. Kurulduğu 2010 yılından bu yana 2 bini aşkın şirket bu platformu kullanarak sermaye artırdı ve bugün yeni kurulan şirketler buradan ayda 10 milyon dolar topluyor. (Açıklama: Kauffman Vakfı AngelList'te bir yatırımcıdır.)

Yeni şirket yatırımlarının yeni kaynaklarından biri de girişimcilerin, finanse edilen şirketin ürünleri gibi sermaye harici karşılıklar vererek, çok sayıda insandan küçük sermayeler topladığı kitle finansmanıdır. Kickstarter 2012 yılında kendi platformunda 18 bin proje için 320 milyon dolar topladığını belirtiyor. Bu rakam 2011'de toplananın üç katı. Geçtiğimiz yıl ABD'de JOBS (İş Girişimlerini Hızlı Başlatın) Yasası'nın geçmesi kitle finansörlerinin özsermaye karşılığı yatırım yapmasına ve katılan yatırımcı havuzunun genişleme-

sine olanak sağlayarak daha hızlı büyümesinin de önünü açacaktır.

### EFSANE 2 VC'ler Şirketinize Yatırım Yaparak Büyük Risk Alır

VC'ler çoğunlukla cesur fikirleri destekleyen risk alıcılar olarak resmedilir. Evet, yatırımcılarının sermayesiyle çok risk alıyorlar ama bu riskin pek azını kendi sermayeleriyle alıyorlar. VC fonlarında ortağın parası genellikle toplamın sadece yüzde 1'ini oluşturur. Sektörün gelir modeli, uzun yatırım döngüsü ve görünür performans verisi olmaması VC'lerin kendi performanslarından pek çok başka profesyonel *yatırımcıya* kıyasla daha az sorumlu olmalarına neden oluyor. Eğer bir VC şirketinize yatırım yapıyorsa başarılı olmanız için size destek olacaktır. Ama sonunda başarısız olsanız bile o, finansal olarak iyi para kazanmış olacak.

Neden? Çünkü standart VC fonları, fonun ömrü süresince (genelde 10 yıl) taahhüt edilen sermaye üzerinden yıllık yüzde 2 ücretin yanı sıra, satın alınma ya da halka açılma sonrası başarıyla çıkış yaptığında elde edilen kârın bir yüzdesini alır. Dolayısıyla 1 milyar dolar sermaye artıran ve sabit yüzde 2 ücret alan bir VC, maliyet ve bedelleri karşılamak için *yılda* 20 milyon dolar alacaktır. VC şirketleri her üç ya da dört yılda bir yeni kaynak yaratır. Diyelim ki ilk fonda üç yıl kaldıktan sonra şirket ikinci kez 1 milyar dolar fon yarattı. Bu da 20 milyon dolarlık ilave ücret yaratacaktır, yani bu toplamda yıllık 40 milyon dolar demek. Bu kümülatif ve garantili yönetim ücretleri VC şirketlerini zayıf getirilerden koruyor çünkü yatırımcıları sermayenin karşılığı büyük oranda bu ücretlerden alıyor. Pek çok ortak, fonun yatırım performansından bağımsız olarak karşılığını yedi haneli rakamlarla alıyor. Çoğu girişimcinin böyle bir garantisi yok.

Diğer yatırım profesyonelleri çoğu zaman çok daha yüksek performans baskısıyla karşı karşıya kalıyor. Fon performansı günlük olarak rapor edilen, yatırımcılarının parayı istedikleri an geri çekebildiği ve çoğu zaman düşük performans nedeniyle değiştirilen karşılıklı fon yöneticilerini ele alalım. VC performansı nihai olarak fonun 10 yıllık ömrünün sonunda değerlendirilir, dolayısıyla girişim sermayedarları diğer yatırım ortamlarında yaygın olan sorumluluk seviyesinden muaf olur. Kendi sermayelerini kullanan kitle finansörleri ya da melek yatırımcılara kıyasla çok daha düşük kişisel risk alırlar. Ayrıca tüm yatırımcılar, tüm servetlerini ve gelir kapasitelerini yeni şirketlerine aktaran pek çok girişimciden daha az risk alır.

### EFSANE 3

### VC'ler Daha Fazla Danışmanlık ve Mentorluk Hizmeti Verir

Girişimciler arasında yaygın bir inanış da VC'nin şirkete paradan fazlasını kazandırdığı yönündedir: Deneyim, operasyonel ve sektörel uzmanlık, konuyla ilgili insanlardan oluşan geniş bir ağ, yeni kurulan şirketlere özel bir dizi hizmet ve başarılı yatırımlarla dolu bir geçmiş sunar.

Bazen bu tür parasal olmayan kaynaklar gerçekten değerli olabilir. Ama VC'ler portföy şirketlerine danışmanlık ve destek vermeye harcadıkları zaman bakımından çeşitlilik gösterir, tıpkı şirketler ve bireyler gibi... CEO'larına mentorluk yapanlar arasında bile danışmanlığın niteliği ve kabiliyeti büyük farklılık gösterebilir. Sektörün bu mentorluk vaadiyle ilgili somut veriler bulunmuyor. Ama eğer VC'yle desteklenmiş 100 şirketin CEO'suna VC'lerin ne kadar yardımcı olduğunu sorarsanız kimi muazzam olduğunu, kimi faal olduklarını ama büyük bir yardımları dokunmadığını, kimi ise çek yazmaktan başka bir işe yaramadıklarını söyleyecektir. Bu, son grubun kötü olduğu anlamına gelmez tabii: Bazı CEO'lar danışmanlığı geçip sadece nakit almayı tercih edebilir. Ama VC'nin katma değerli yardımı olduğuna yürekten inanan kurucular için biraz hayalkırıklığı yaratabilir.

Bir VC'nin ya da ortağın sermayenin ötesinde kaynaklar getirip getirmediğini anlamamanın en iyi yolu kendi teknik değerlendirmenizi yapmaktır. Tıpkı önemli bir pozisyona eleman aldığınızda yaptığınız referans kontrolü gibi... Firmanın portföyündeki şirketlerinin CEO'larıyla konuşun ve onlara ortağın erişilebilir olup olmadığını, yönetim kurulu tartışmalarına ne kattığını ve şirketin sorunlarıyla ilgili görüşleri sorulduğunda yardımcı dokunup dokunmadığını sorun. Firmanın önerdiği halkla ilişkiler, İK ve benzeri kaynakları ve bunların faydalı olup olmadığını sorun.

Bazı soruları ise VC şirketine doğrudan sormanız gerekir: Yönetim kurulunuza kimi koymak istiyor? Bu kişinin sizin sektörünüzde tecrübesi ya da başka portföy şirketi var mı? Kaç yönetim kurulunda görev alıyor? Bu tür soruları herkesin sorduğunu düşünebilirsiniz ama ne kadar az sayıda kurucunun bir VC firmasıyla uzun vadeli bir ilişkiye yönelik imzaları atmadan önce gerçekten gerekli araştırmayı yaptığını duysanız çok şaşırırsınız. Eğer bir şirketi çekici yapan unsurlardan biri de uzmanlık, mentorluk ve hizmet sunması ise girişimcinin, hem şirketin hem de ortağın geçmişte bu hizmetleri sunduğundan emin olması gerekir.

## EFSANE 4

**VC Olağanüstü Getiri Yaratır**

Kauffman Vakfı'ndaki meslektaşlarımla birlikte geçtiğimiz yıl VC sektörü ve geri dönüşleriyle ilgili çok ilgili gören bir rapor yayımladık: "We Have Met the Enemy... and He Is Us." Sektörün genel performansının zayıf olduğunu tespit ettik. VC fonları 1990'ların sonundan bu yana piyasadan daha iyi performans göstermediler ve 1997'den bu yana da girişim sermayeleri yatırdıklarından daha az nakit geri dönüşü aldı. En iyi performansı gösteren az sayıda firmadan oluşan küçük bir grup yatırdıkları sermayenin iki katına varacak kadar büyük "girişim geri dönüş oranı" yaratabiliyor. Hangi firmaların bu grupta olduğunu net olarak bilmiyoruz çünkü genel olarak performans verilerine erişmek mümkün değil ve bu veriler düzenli olarak rapor edilmiyor. Bununla birlikte ortalama fon başa baş gelir ya da zarar eder.

Kauffman Vakfı'nın 20 yıl içinde 100 VC şirketine yatırım yapma deneyimini inceledik. Kamusal değil özel bir sermayeye yatırım yapmamızdan kaynaklanan likidite azlığını telafi edecek şekilde, yıllık yüzde 3 ila yüzde 5 arası getiri sağlayarak piyasa ortalamasını geride bırakan sadece 20 fonumuz olduğunu tespit ettik. Daha da kötüsü, 100 fondan 62'si küçük kapasiteli bir kamu endeksinden elde edilebilecek getiriyi bile yakalayamadı.

Risk sermayesi yatırımları genellikle yüksek riskli ve yüksek getirili zannedilir. Raporumuzun verilerine göre, risk sermayesi yatırımcıları yüksek bedeller, likidite azlığı ve risklerle uğraşmalarına rağmen yüksek getirilerin nimetlerinden nadiren faydalanırlar. Risk sermayelerinin girişimlerini fonlamayı reddetmesi nedeniyle sıkıntıya giren girişimcilerin risk sermayelerinin sihirli değneği olmadığını anlaması için performans verilerine bakması yeterli.

## EFSANE 5

**VC'lerde Büyük İyidir**

ABD'de VC; Intel, Microsoft ve Apple gibi şirketlere yatırım yapıldığı ilk yıllarda küçük ölçekli bir sektör olarak ortaya çıktı. NVCA'ye göre 1990'da yaklaşık 30 milyar dolar yöneten 100 VC şirketi aktif olarak yatırım yapıyordu. Bu dönemde VC'ler piyasa ortalamasının üzerinde güçlü getiriler yaratıyordu ve tüm ölçeklerde performansları gayet iyiydi. Sonra ne oldu? İnternet balonunun patladığı 2000 yılında aktif firma sayısı bine yükseldi ve yönettikleri varlık miktarı 220 milyar doları buldu. VC iyi ölçeklenmemiştir. Pek çok varlık sınıfında olduğu gibi içeri para aktığında getiriler düştü ve VC hala toparlanamadı. İnternet patla-

## Yeni kurulan şirketler arasında girişim sermayesi finansmanı kural değil, istisnadır.

masından bu yana firma sayısı ve yatırılan sermaye miktarı düştü. Ancak yine de hâlâ 1990'ların başı ve ortalarına kıyasla daha yüksek.

Sektör için geçerli olan bireysel fonlar için de geçerli: Daha büyük demek daha iyi demek değildir. Şirket kurucuları büyük bir VC şirketiyle anlaşmanın bir ayrıcalık olduğunu sanıyor, tıpkı MBA öğrencilerinin tanınmış, büyük bir işverenden iş teklifi almaları gibi... Ama sektör ve akademik çalışmalar fon miktarı 250 milyon doların üzerine çıktıkça fonun performansının da düştüğünü gösteriyor. Biz de Kauffman'ın portföyündeki 400 milyon dolardan büyük VC fonlarının cazip getirileri olmadığını tespit ettik: 30 fondan sadece dördü küçük ölçekli halka açık bir endeks fonunu geçebildi.

## EFSANE 6

**VC'ler Yenilikçidir**

VC'lerin kendilerini inovasyonu destekleyen, finanse eden ve hatta teşvik eden olarak konumlamaları ironiktir. Özellikle de sektörün kendisi son 20 yılda inovasyondan yoksunken. VC'ler zaman içinde, daha çok fon, daha çok para, daha büyük finansman, düşün getiriler gibi pek çok değişim yaşadı ama fonların yapılanması, sermayenin toplaniş ve ortaklara yapılan ödeme biçimleri 20 yıl önce nasılsa hâlâ öyle. Yeni kurulan şirketlerin finansmanında kitle finansmanı ve AngelList ya da SecondMarket platformları gibi inovasyonların hepsi risk sermayesi sektörünün dışından geliyor.

**VC'LERİN ÖYKÜSÜ** değişiyor. Girişimcilerin şirketlerini finanse etmek için daha çok seçeneği var ve bu da uzun süre VC'lerin lehine olan güç dengelerini değiştiriyor. Girişimciler VC'lerle müzakerelerde arka koltuktan sürücü koltuğuna geçerlerse farklı bir tabloyla karşılaşacak. Yeni yükselmekte olan "VC 2.0" firmaları yeniden küçük fonlar toplamaya ve büyük ücretler yerine büyük geri dönüşler yaratmaya odaklanıyor. Ayrıca sektörün uzun süreli düşük performansı sonunda kurumsal yatırımcıların bir VC'ye yatırım yapmadan önce iki kere düşünmelerine yol açıyor. Sonuç olarak VC'ler sermayenin yeni ve yıkıcı şirketlere akmasında önemli ama daha küçük bir rol almaya devam edecek. ▣