

KURUMSAL ÇERÇEVE ŞARTLARININ ALMANYA'DA RİSK SERMAYESİ FİNANSMANINA ETKİLERİ*

Bernd RUDOLPH**

Florian HAAGEN***

Çeviren: Melek Acar BOYACIOĞLU****

ÖZET

Finans teorisi farklı ülkelerdeki finansal sözleşmelerin düzenlenmesinde kurumsal çerçeve şartlarının anlamını son yıllarda yoğun bir şekilde incelemektedir. Bu çalışma, bu bağlamda risk sermayesi finansmanının Anglosakson ve Alman piyasaları açısından farklı niteliklerdeki tipik sözleşme yapılarını karşılaştırmaktadır. Burada kurumsal özelliklerin menfaatleri optimal şekilde dengeleyen sözleşmeler oluşturulmasına etki edip etmediğinin değerlendirilmesi gerekir. Dönüştürülebilir imtiyazlı hisse senetleri, kara iştirakli dönüştürülebilir imtiyazlı hisse senetleri ve gizli iştiraklerin karşılaştırmalı bir analizi sonucunda, Almanya'da yaygın bir finansman şekli olarak kullanılan gizli iştirakin, dönüştürülebilir finansal araçlarla kıyaslandığında, aynı ölçüde cazip nitelik taşıyabileceği gösterilmektedir. Buna bağlı olarak sözkonusu finansman şekli, Anglosakson finansman uygulamalarına eş düzeyde bir alternatif oluşturabilecektir. Kurumsal çerçeve şartları da finansman yapısının seçiminde etkili olmaktadır. Netice itibarıyla Amerika'da yapılan araştırma sonuçlarının Alman sermaye piyasasına aynen uyarlanmaması yerinde olacaktır.

JEL Sınıflaması: G24, G32, G35

Anahtar Terimler: Risk sermayesi, çıkar çatışmaları, gizli iştirak, dönüştürülebilir imtiyazlı hisse senetleri, kurumsal çerçeve şartlar.

ABSTRACT

During the last years finance theory has been considering the meaning of institutional framework in the process of forming financial contracts in various countries. In this context the following paper compares the different, for Anglo-Saxon and German market typical contract structures of venture capital financing. Thereby it has to be questioned, whether the institutional features has an influence over the incentive-optimal contract creation. Through a comparative analysis of convertible preferred stocks, participating preferred stocks and sleeping partnership, it has been pointed out that sleeping partnership, as the common type of financing form in Germany, can create comparable incentives with the convertibles. As a result this type of financing can equally be faced with the Anglo-Saxon financial practices. Therefore institutional framework has an influence on the choice of financial structure. Consequently the American research results can not directly be transferred into German venture capital market.

Keywords: Venture Capital, Incentive Conflict, Sleeping Partnership, Convertible Preferred Stocks, Institutional Framework.

* Yazarların *Munich Business Research* dergisinin Eylül 2004 sayısında yayımlanan *Die Auswirkungen institutioneller Rahmenbedingungen auf die Venture Capital-Finanzierung in Deutschland* başlıklı makalesinin Türkçe çevirisidir. Makale esas itibarıyla serbest çeviri tekniğiyle Türkçe'ye aktarılmıştır.

** Prof. Dr., Münih Ludwig-Maximilians Üniversitesi, İşletme Bölümü, Sermaye Piyasası Araştırma ve Finansmanı Kürsüsü Başkanı.

*** Arş. Gör., Münih Ludwig-Maximilians Üniversitesi, İşletme Bölümü, Sermaye Piyasası Araştırma ve Finansmanı Kürsüsü

**** Yrd. Doç. Dr., Selçuk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi

1. Giriş

Bir süredir Almanya'da da genç işletmelerin yatırımlarının finansmanında risk sermayesi (RS) gibi özel finansal imkanlardan yararlanılmasının zorunlu olduğu konusunda bir anlayış yerleşmiştir. İşlevselliği yüksek olan bir finans piyasası, genç işletmeler açısından bir ülkenin gelişmelere açıklığı konusunda belirleyici faktörü oluşturmaktadır. 90'lı yılların sonundaki borsa patlamalarıyla derin uykusundan uyanan Alman risk sermayesi piyasası, hızlı bir şekilde büyümeye başlamıştır. Sadece 1996-2000 yılları arasında RS yatırım hacmi 0,5'ten 3,7 Milyar €'ya artış göstermiştir¹. Ancak borsalarda hisse senedi fiyatlarındaki gerilemeyi takiben, katılım finansmanı piyasasındaki gelişme yeniden yavaşlamıştır². Buna rağmen Almanya'da RS'nin genç işletmelerin finansmanında gelecekte de sürekli bir öneme sahip olacağı ve dolayısıyla bu finansman tekniğinin daha da geliştirilerek yeni piyasa şartlarıyla uyumlaştırılması mecburiyeti kabul edilebilir.

RS finansmanının uygulamadaki büyük öneminden dolayı, Anglosakson ülkelerinde şimdiye kadar tek tarafı olarak yürütülen araştırmaların Alman piyasasına da taşınması akademik açıdan gereklidir. Kullanılan finansal yapılar arasındaki farklılıklar dikkat çekici olmakla birlikte, ABD'deki RS şirketlerinin Alman rakipleriyle karşılaştırıldığında daha yüksek gelirler elde ettiklerine defalarca işaret edilmiştir³. Burada farklılığın kurumsal özelliklerden mi, yoksa Alman RS şirketlerinin tecrübesizliğinden mi kaynaklandığı sorusu akla gelmektedir. Bu zamana kadar gösterilen akademik ilginin ötesinde, Almanya'da genç işletmelerin finansmanı için sıklıkla gizli iştirak enstrümanından yararlanıldığı görülmektedir.

Son yıllarda finans teorisi de, işletme finansmanında kurumsal çevrenin sözleşme düzenlenmesi üzerindeki artan etkisini izlemektedir⁴. Özellikle farklı ekonomiler arasında çerçeve şartlara ilişkin ulusal özelliklerin önemi hakkında bilgi veren karşılaştırmalar yapılmıştır⁵. Dolayısıyla bu çalışmada, literatürde ele alınan Anglosakson ve Alman RS piyasası arasındaki önemli bazı kurumsal farklılıklar işlenmekte ve Almanya'da mevcut kurumsal yapıların ülkedeki RS sektörünün değişken performansına yol açabilecek önemli ekonomik farklılıklara işaret edip etmediği sorusu üzerinde durulmaktadır.

İkinci kısımda genel olarak genç işletmelerin finansmanında bilgi asimetrisi ve çıkar çatışmaları üzerinde durulmakta ve RS finansmanı çözüm yaklaşımı olarak sunulmaktadır. Üçüncü kısım Almanya'da RS finansmanının özelliklerine ayrılmıştır. 3.1.'de Alman RS şirketlerinin finansman yapılarının oluşumunda dikkate alınmaları zorunlu kurumsal çerçeve şartlar değerlendirilmektedir. 3.2.'de literatürde teorik açıdan değerlendirilen kurumsal tedbirlere göz atılmaktadır.

¹ Bkz. BVK, 2004, s. 5.

² 2003 yılı için Alman Risk Sermayesi Şirketi Federal Birliği (BVK), sadece 0,7 milyar €'luk yatırımı rapor etmektedir. Bkz. BVK, 2004, s. 5.

³ Bkz. Hege ve diğ., 2003, s. 1 vd.

⁴ Bkz. Metron/Bodie (2004).

⁵ Bkz. Örneğin RS finansmanlarında Kaplan ve diğ. (2004), Bottazzi ve diğ. (2004), Hege ve diğ. (2003).

3.3. ve 3.4 ABD ve Almanya’nın kendilerine has finansal enstrümanlarının karşılaştırmalı analizine ayrılmıştır. Özellikle ABD’deki dönüştürülebilir finansal araçların ve Almanya’da RS finansmanında kullanılan gizli iştirakin ayırıcı vasıfları işlenmekte ve karşılaştırılmaktadır. Bu kapsamda nakit akımı yapıları ile gözetim ve kontrol haklarındaki çok yönlü paralellikler görülmektedir. Dördüncü kısımda ise yapılan analizlerden bazı araştırma konuları çıkarılmaktadır.

2. RS Finansmanının Yol Açtığı Çıkar Çatışmaları ve Çözüm Yaklaşımları

Neoklasik finans teorisi uyarınca, sözleşmeye katılan tarafların eşit bilgi düzeyine sahip oldukları ve kusursuz işleyen sermaye piyasalarının varlığı halinde, genç işletmeler açısından hiçbir finansman güçlüğü yaşanmayacaktır. Her bir işletmeye, sermaye değeri pozitif olan yatırım projelerinin finansmanı için, riskinin kapsam ve şartları çerçevesinde sermaye piyasası üzerinden finansal araçlar tahsis edilmiştir. Böyle bir ortamda kredi kurumlarının ve özel RS şirketlerinin yürüttüğü hiçbir aracılık fonksiyonu açıklanamaz.

Şüphesiz gerçek hayatta, harici bir sermayedar ile genç bir işletme veya genç bir girişimci arasında eşit bir bilgi düzeyinin olduğu iddia edilemez. Esasında işletme finansmanının özellikle bu alanı asimetrik bilgi dağılımından çok fazla etkilenmektedir. Buna bağlı olarak başlangıç finansmanı aşamasında sermayedar ile kurucu arasındaki ilişki, büyük ölçüde amir-temsili teorisini yansıtmaktadır⁶. Yapıların daha ayrıntılı gözlemlenmesiyle, sermayedar açısından çözüm bulunması gereken farklı problem grupları birbirlerinden kesin çizgilerle ayrılabilir. Bu problemlerin çözümü için RS şirketlerinin tipik işlem alternatifleri olarak ifade edilebilecek farklı araçlar önerilmekte ve kullanılmaktadır⁷.

2.1. Ters Seçim ve Ahlaki Riskin Sınırlamasına Yönelik Sözleşme Unsurları

- Sözleşme yürürlüğe girmeden önce, RS şirketi, kurucunun projenin yürütülmesi için gerekli niteliklere sahip olup olmadığını kendisinden daha iyi tahmin edebileceğini hesaba katmalıdır. Bunun sonucunda gerçekleşen ters seçim sorunu, sözleşme yardımıyla sınırlandırılabilir. Lazear (1986), girişimci (veya işletme sahibi) için yüksek ölçüde performansa bağlı ücret politikasının nitelikli kurucuları belirleyebilmek için uygun olabileceğini göstermektedir. Çünkü sadece onlar bu şartlarda bir sözleşmeyi kabul ederler. Tasfiye haklarının bölüşümünü düzenleyen diğer kontrol modelleri de, böyle bir mekanizmanın etkinliğini güçlendirir⁸.

- Finansman sözleşmesinin kurulmasından ve katılma payının getirilmesinden sonra RS şirketi, işletme sahibinin, örneğin diğer projelerle ilgilenmek veya kaynaklarını kişisel menfaatlerini artırmak amacıyla kullanmak

⁶ Bkz. Kaplan/Strömberg, 2001, s. 1.

⁷ Bkz. Kaplan/Strömberg, 2003a, s. 1 vd.

⁸ Örnek olarak bkz. Ross (1997) veya Diamond (1991).

suretiyle işe olan katkısını azaltacağını hesaba katmalıdır. Bu problemler yeni kuruluş aşamasında özellikle ortaya çıkabilir⁹. Çünkü girişimciler sıklıkla bilimsel veya teknik başarılarının takdir edilmesi için çabalarlar. Araştırma ve geliştirme çalışmaları için gayret göstererek, işletme yönetiminin idari ve finansal yönlerinin ihmal edilmesi, özellikle baştan çıkarıcıdır¹⁰. RS şirketi açısından kurucunun işe olan katkısının gözlenebilir olmadığı düşünüldüğünde, bu durumun sakıncası daha açık anlaşılır. Kurucu sadece sınırlı bir verimlilikle işe katılır ve olumsuz faydayı (iş yükü) tam olarak taşımak zorundadır¹¹. Bu klasik ahlaki risk durumunda katılımcıların risk taşımamaları halinde getiri, kurucu ve sermayedarın hisselerine sabit miktarda dağıtılmalıdır. Kurucu ve sermayedarın riske karşı isteksizliği durumunda (çeşitlendirme olanakları nedeniyle sıklıkla daha az etkilenen riske karşı bir isteksizlik varsayılıyor), girişimcinin hangi riski kendi projesi üzerine almayı istediği getirinin optimal dağılımını belirlemektedir. Belirsizlik arttığı nispette, negatif fayda (iş yükü) ve riske karşı isteksizliği dengelemek için, performansa bağlı bileşenlerinin o ölçüde devreden çıkarılması gerekir.

- Sözleşme öncesi ve sonrasındaki belirsizlikler nedeniyle, konulan katılma payının korunabilmesi için, belirli durumlarda işletmede karar verme gücünü üstlenebilmek RS şirketi açısından önemlidir. Bu hal, örneğin, girişimden kar elde edilemeyeceğinin aşikar hale gelmesi durumunda söz konusu olabilir. Bu kapsamda kuruluşu tamamlanmış işletmeler açısından aciz hukukunun (*Insolvenzrecht*) sunduğu olanaklardan yararlanılabilir. Böylece işletmenin gelişme seyirinin nihai aşamasında karar alma yetkisinin alacaklılara geçmesi sağlanmaktadır. Genç bir işletmenin finansmanında RS şirketi yatırımını mümkün olduğunca hızlı bir biçimde amorti etmek ister. Buna karşılık işletme sahibi zararı mümkün olduğunca uzun süre gizlemeye veya diğer riskli projelerle firmasını kurtarmaya çalışacaktır (*gambling for resurrection*)¹². Dessin (2004) bu tip durumlar için, kurucu veya RS şirketi tarafından karar alma gücünün ele tutulmasına göre, denetim haklarının dış şartlara bağlı bir şekilde düzenlenmesini önermektedir¹³.

- RS şirketlerinin korunma ihtiyacı, kurucunun entelektüel sermaye özelliklerine bağlı olarak “iş geciktirme (*bold-up*)” tehlikesinden de kaynaklanmaktadır. Genç bir işletmenin başarı şansı çoğunlukla kurucunun kişiliğiyle çok sıkı bağlantılıdır. Öyle ki, RS şirketi girişimcinin daha iyi şartlarda çalışmak amacıyla işletmeyi terk edeceği şantajıyla zarara maruz kalabilecektir¹⁴. Bu tür sorunlarla karşılaşılmasını önlemek için, sözleşmelerde, kurucunun ayrılmasını engelleyici nitelikte yüksek cayma cezaları içeren hükümlere yer verilir. Böylece kurucu, sözleşmede yer alan hükümleri daha sonra yeniden

⁹ Bkz. Gebhardt/Schmidt, 2002, s. 242.

¹⁰Bkz. Gompers/Lerner, 1999, s. 128.

¹¹Bkz. Jensen/Meckling, (1976).

¹² Bkz. Gebhardt/Schmidt, 2002, s. 243.

¹³ Bkz. Aghion/Bolton (1992).

¹⁴ Bkz. Chandler/Hanks, 1994, s. 86; Kaplan/Strömberg, 2003a, s. 1.

müzakereye teşebbüs etmez¹⁵. Bu, örneğin, işletme sahibinin ayrıldıktan sonra her hangi bir şekilde “eski” işletmesiyle rekabetini önleyici nitelikteki rekabet yasağı hükümleriyle gerçekleştirilebilir. Ayrıca başlangıç aşamasında ayrılmış olan girişimcilerin, o ana kadar elde ettikleri payları kendileri açısından uygun olmayan koşullarda işletmeye devretmeleri zorunluluğuna da sözleşmelerde yer verilmektedir.

2.2 Riskin Türüne Bağlı Sözleşme Unsurları

Yukarıda tanımlanan çatışmaların nasıl oluştuğu ve bunların hangi şekilde sınırlanabileceği veya sınırlanması gerektiği, yatırımın belirsizlik derecesine bağlıdır. Genç bir işletmeye yapılacak yatırımın riski, amacı açısından üç alana ayrılabilir. Bunlar; içsel ve dışsal riskler ile işletme planının uygulanmasında karşılaşılan risklerdir¹⁶.

- İçsel risk, girişimcinin işin gelişmesiyle ilgili olarak bir bilgi avantajına sahip olduğu durumlarda ortaya çıkan belirsizliği ifade eder. Kurucunun niteliklerinin bilinmediği, faaliyetlerinin gözlemlenemediği ve girişimcinin kendisine sunulan kaynakları kullanmada büyük bir serbestliğe sahip olduğu durumlarda RS şirketi için tehlike artar.

- Kurucu ve yatırımcının eşit bilgi düzeyine sahip olduğu ve bu düzeye onlar tarafından etki edilemediği durumlarda belirsizlik, dışsal risk olarak tanımlanmaktadır. Teknolojik risk olarak da adlandırılan bu risk, işletmenin kuruluş aşamasında çok belirleyici bir rol oynar. Piyasanın gelecekte alacağı şekil, rakiplerin olası tepkileri veya politik gelişmeler bu riske örnek olarak gösterilebilir. Genç işletmelerin finansmanı konusunda, finans teorisi literatüründe, genellikle girişimcinin işletmesinin başarı ihtimalini öngörebilmek açısından bir bilgi avantajına sahip olduğu kabul edilmektedir. Kendi ürününü en iyi kurucu tanır ve dolayısıyla potansiyel değerini en iyi tahmin edebilecek durumda olan da odur¹⁷. Buna karşın örneğin Cornelli ve Yosha (2003), finansmanın başlangıç aşamasında her iki tarafın da eşit ölçüde (kötü) bilgilendirilmiş olduklarını ileri sürmektedirler¹⁸.

- İşletme planının uygulanmasında karşılaşılan risk, iş fikrinin karmaşıklığı ve bunun gerçekleştirilmesindeki güçlüklerden kaynaklanmaktadır. Bu risk de kısmen girişimcinin egemenlik alanındadır. Belirsizlik hakimse, işi geciktirme (*hold-up*) tehlikesi artmaktadır. Çünkü işletmenin kurucunun kişiliğine bağımlılığı fazlalaşmaktadır¹⁹.

Genç bir işletmenin finansmanında RS şirketi tarafından teklif edilen sözleşme yapısı, bu üç riski de dikkate almalı ve etkilerine uygun çözümler önermelidir. Yüksek içsel risk durumunda asimetrik bilgi dağılımına bağlı olarak temsilci çatışması artar. Klasik ahlaki risk teorisine göre bu durumlarda daha

¹⁵ Bkz. Houban, 2003, s. 55.

¹⁶ Bkz. Kaplan/Strömberg, 2003a, s. 2-4.

¹⁷ Örnek olarak bkz. Denis, 2004, s. 310.

¹⁸ Bkz. Cornelli/Yosha, 2003, s. 3.

¹⁹ Bkz. Kaplan/Strömberg, 2003a, s. 4.

çok performansa bağlı ödeme yapılarına başvurulmalı ve RS şirketine denetim yetkisi çevreye bağımlılık oranında devredilmelidir²⁰. Yüksek dışsal risk için teoriden kaynaklanan açık bir öneri yoktur. Bir taraftan girişimciye performansa bağlı bir gelir yapısı yüklenmemelidir. Zira etki imkanı onun hakimiyet alanı içerisinde kalmamaktadır²¹. Diğer taraftan yatırımcı için dışsal riskteki artışa bağlı olarak kurucunun faaliyetlerini kontrol etmek güçleşmektedir. Bu çerçevede, Prendergast (2002) işletme sahibine her halükarda hizmetine uygun ödeme yapılması gerektiğini ifade etmektedir. İşi geciktirme (*hold-up*) riski yükselirse, rekabet ve iadeye ilişkin hükümler daha kesin bir biçimde tatbik edilmelidir.

2.3. Uzmanlaşmış RS Şirketlerinin Faaliyetleri

Yukarıda açıklanan genç bir işletmenin kalitesi ve davranışı hakkındaki belirsizliklere ilaveten, başlangıç aşaması ile ilgili olarak aksi yönde sorunlar da söz konusudur. RS finansmanında önemli bir başarı faktörü, RS şirketinin yönetimde, iş bağlantılarının kurulmasında, açık pozisyonların tutulmasında veya stratejik yönetim kararlarının alınmasında yardımcı olmak suretiyle işletmeye aktif şekilde katılmasıdır²². İdeal olan işletmecinin ve RS şirketinin niteliklerinin birbirini tamamlamasıdır. Kurucu işletmeye genellikle teknik bilgisini koyarken, yatırımcılar işletme iktisadı ve idaresi konusunda genellikle karşılaşılan bilgi eksikliğinin dengelenmesine yardımcı olurlar. Bu destek ya işletme üzerinde doğrudan hakimiyet icrası ya da işbirliği yapılacak uygun bir ortağın araştırılmasına yardımcı olma şeklinde gerçekleşir. RS şirketleri açısından yardım kalemleri maliyetli olduğundan, sözleşmenin kurulmasını takiben vaat edilen edimlerin yerine getirilmesi garanti altına alınmalıdır. Bu sebepten dolayı RS finansmanlarında çoğunlukla iki taraflı bir amir-temsilci ilişkisinden bahsedilir.

Bu konuda RS şirketleri farklı çözümler bularak, buna uygun vaziyet almaktadırlar. RS şirketleri için önemli bir ayırt edici vasıf, imkanlarını portföy işletmesi için katma değer elde etmek amacıyla kullanmalarındadır. Bu imkanlar talep doğrultusunda özellikle ek danışmanlık hizmetleri ve yardım kalemlerine yönlendirilmiştir. Bunların bir kısmının önem sırasına göre sıralanmış hali şu şekildedir:

- Daha sonraki finansman aşamalarında yardım,
- Stratejik yönetim ve faaliyet planlamasında işbirliği,
- Çalışanların işe alımı,
- Olası müşterilerin ve ağ ortaklarının getirilmesi.

Destek hizmetlerinin yoğunluğuna göre fonlar aktif, yarı aktif ve pasif fonlar şeklinde ayrılabilir. Kural olarak yoğunluk, katılınan işletmenin bulunduğu safha ile doğru orantılıdır. Başlangıç aşamasında neredeyse her zaman aktif fonlara ihtiyaç duyulurken, olgunluk safhasında pasif bir yol gösterme yeterli olabilir. Farklılıklar, RS şirketlerinin işletme politikalarının hazırlanması ve stratejik

²⁰ Bkz. Kaplan/Strömberg, 2003a, s. 3.

²¹ Bkz. Holström (1979).

²² Bkz. Sahlman, 1990, s. 508.

Kurumsal Çerçeve Şartlarının Almanya’da Risk Sermayesi Finansmanına Etkileri

yatırım hedefi (sektörler, teknolojiler, bölgeler ve finansman aşamaları) bakımından yaptıkları ayrımlara işaret etmektedir. Buradan RS şirketlerinin “sektörel ehliyetlerine” bağlı olan uzmanlaşma ve çeşitlendirme derecesi çıkarılabilir. Şekil 1’de RS şirketinin danışma yoğunluğu ve danışmanlık hizmetinin derinliğiyle bağlantılı olarak danışmanlık yetkileri gösterilmektedir.

Şekil 1. RS Şirketlerinin Danışmanlık Hizmetlerinin Bölümlendirilmesi

		Danışma Yoğunluğu	
		Genel	Uzman
aktif	aktif	<i>Yönetim becerileri alanında geniş know-how, teknik detaylarda daha az yardım</i>	<i>Özel know-how, bilgi transferi, bilgi asimetrilerinin giderilmesi</i>
	pasif	<i>İstisnai hallerde ortadan kalkan sermaye tedarikçisi rolüyle sınırlı geniş know-how</i>	<i>Portföy seçim becerileri, uyarı ve denetim fonksiyonu, eski işletmeci, bilim adamlarının danışmanlığı</i>

Şirketlerin belirli finansman aşamalarına dönük uzmanlıkları ve yatırımcı sıfatıyla oynadıkları özel rol dikkate alındığında, RS şirketlerini daha farklı tasnif imkanları ortaya çıkacaktır. Aşağıda şekil 2’de varsayılan tipik yatırım hedefleri, bazı şirketlerin finansman aşamalarına ve finansman kaynaklarına dönük olarak uzmanlaşması, buna bağlı tipik avantaj ve dezavantajlar, hipotezler kataloguna benzer bir şekilde sunulmuştur²³.

²³ Pape/Beyer, 2001, s. 628 ve Schefczyk, 2000, s. 137’den esinlenilmiştir.

Şekil 2. Risk Sermayesi Şirketlerinin Türleri

Kriter	Stratejik Yatırım Yoğunluğu	Finansman Aşaması ve Finansman Kaynağı	Olası Avantaj ve Dezavantajlar
Tür			
Kamuya Ait İştirak Şirketi	(Bölgesel) iktisadi teşvik	Tohum ve başlangıç aşaması Kamuya ait kaynaklar	+ Nispeten düşük finansman maliyeti + Kurucunun mal sahipliği haklarının büyük oranda muhafazası - Sınırlı ulaşılabilirlik +/- Ekseriyetle hususi şirket
Sektör-RS Şirketi	Belirli bir sektördeki işletmelere katılım	Bütün aşamalar RS-Fonları	+ Nispeten kapsamlı surette finansal olmayan yönetim desteğine hazır olma
Tüm Aşama - RS Şirketi	Yüksek değer potansiyeli olan işletmelere katılım	Bütün aşamalar RS-Fonları	+ Alışılmış büyüklükteki katkıların finansmanı mümkün
İleri Aşama - RS Şirketi	Olgunluk safhasındaki işletmelere katılım	İleri aşamalar (büyüme, köprü, ikame, MBO/MBI, şirket kurtarma) RS-Fonları	- Nispeten yüksek finansman maliyeti
Erken Aşama - RS Şirketi	Çok yüksek büyüme potansiyeli olan genç işletmelere katılım	Erken aşama (tohum, başlangıç, ilk aşama) RS-Fonları	- Kurucunun mal sahipliği hakkının yüksek oranda azaltılması
Kurumsal RS Şirketi	İşletme ile ilgili teknolojilerin, yeniden yapılandırma ve bölünme işlemlerinin finansmanı	Erken aşama Büyüme aşaması Daha ziyade işletmenin kendi fonları	+ Stratejik ortaklık + RS şirketlerine nazaran kısmen daha düşük finansman maliyetleri - Belirli şartlarda hareket alanının sınırlandırılması
İş Meleşti	Çok yüksek büyüme potansiyeli olan genç işletmelere katılım	Tohum aşaması Şahsi malvarlığı	+ Nispeten daha düşük finansman maliyetleri - Almanya'da henüz çok yaygın değil

Tabloda büyük şirketlerin teknolojik yeniliklerle uğraşan genç işletmelere aktif ve zaman tahditli öz sermaye tahsis ederek özellikle stratejik hedefler izledikleri kurumsal RS de dikkate alınmaktadır. Bu hedefler arasında yeni piyasalara girme (büyümeyi teşvik etme), yeni bilgilere sahip olma (yeni teknolojiye açılma) ve sinerjiyi kullanma sayılabilir. Gerekliğinde başka bazı stratejik yan hedefler de izlenebilir. Örneğin, çalışanlara müstakil hareket etme

Kurumsal Çerçeve Şartlarının Almanya’da Risk Sermayesi Finansmanına Etkileri

olanağı yaratacak şekilde kurumsal yatırımcıların işletme kültüründe değişikliklere gidilmesi gibi.

Öte yandan genç işletme finansal nitelik taşımayan konularda da büyük işletmelerden yararlanmalıdır. Bu kapsamda büyük işletmenin faaliyeti, örneğin büro ve iş yerlerinin sağlanması, AR-GE birimlerinin müşterek kullanımı, farklı alanlarda know-how yoluyla destekleme, çalışanlara iş olanakları verilmesi ve nihayet müteşebbise olası bir çıkış alternatifi sunulması şeklinde gerçekleşebilir. Görüldüğü üzere kurumsal risk sermayesinde amir-temsili rollerinin karşılıklılığı açıkça görülmektedir.

3. Almanya’da Risk Sermayesi Finansmanı

3.1. Almanya’da RS Finansmanının Kurumsal Çerçeve Şartları

Almanya’da RS finansmanı sözleşmelerinin oluşturulmasının ayrıntılı bir analizi, diğer RS piyasalarına kıyasla farklılık arz eden kurumsal özelliklerin açıklanmasını zorunlu kılmaktadır. Literatürde, Almanya’da RS’ni etkileyen dış şartların, esas itibarıyla sermaye piyasasının gelişimi, kurucuların zihniyeti, şirketler ve vergi hukuku kuralları ile devletin rolü konularında farklılıklar gösterdiği belirtilmektedir²⁴.

- Almanya’da sürekli olarak banka ağırlıklı finans sistemi nedeniyle sermaye piyasasının gelişiminin yetersizliğine dikkat çekilmiştir. Bu husus aynı zamanda az gelişmiş RS kültürünün sorumlusu olarak da gösterilmiştir²⁵. Geleneksel olarak Almanya’da sermaye piyasası RS finansmanları için bir çıkış kanalı rolünü, örneğin ABD’de olduğu gibi önemli bir ağırlıkta oynamamıştır²⁶. İlk defa 1997’de *Neue Markt*’ın açılmasıyla bu tablo değişmiştir. Kısa süre içerisinde çok sayıda RS finansmanı borsa üzerinden ödenmiştir. Endeksin düşmesi ve *Neue Markt*’ın kapanmasından sonra, RS şirketi için taahhüdünü birincil halka arzla başarılı bir şekilde sonuçlandırma imkanı yeniden olağanüstü zorlaşmıştır. Portföy işletmelerinin satışlarının çoğu, zorunlu olarak tekrar takas satışı şeklinde gerçekleşmiştir²⁷.

- Alman RS piyasası gözlemlendiğinde, ekseriyetle Alman kurucuların kendilerine has zihniyetleri vurgulanmaktadır. Alman girişimciler, münhasıran dış sermaye finansmanına pek sıcak bakmayan, karar verme yetkisini devretmek istemeyen, riske karşı kişiler şeklinde tasvir edilmektedir²⁸. Bu durum işletme yönetiminde aktif olarak yer almak isteyen RS şirketlerine karşı daha ziyade olumsuz bir yaklaşıma yol açmaktadır. Dış yatırımcılara karşı bu olumsuz tutumun, sözleşmelerin düzenlenmesini etkilediği düşünülebilir.

- Alman RS piyasasının bir özelliği, yüksek oranda devlet desteğinin varlığıdır. Alman politikacılarında, RS’nin çok sayıda firmanın başarılı bir şekilde kurulmasına yardımcı olduğu ve ekonomi ile iş alanlarının gelişmesinde önemli

²⁴ RS’nin çerçeve şartlarıyla ilgili ayrıntılı bilgi için bkz. Weitnauer, 2000, s. 23-51; Schefczyk, 2000, s. 69-93; Gaida, 2002, s. 191-294.

²⁵ Bkz. Örneğin Black/Gilson (1998), Becker/Hellmann (2002).

²⁶ Bkz. Franzke ve diğ., 2004, s. 233.

²⁷ Bkz. BVK, 2004, s. 7.

²⁸ Bu yöndeki görüşleri temsilen bkz. Betsch ve diğ., 2000, s. 34-39.

bir araç görevini yaptığı şeklindeki anlayışın yerleşmesinden bu yana, çok sayıda kamusal destek programları hazırlanmıştır. Schefczyk (2000), Almanya'daki RS yatırımlarının % 38'nin ya kamuya ait bir şirket ile işbirliği şeklinde ya da tamamen kamusal kaynaklardan finanse edildiğini ileri sürmektedir. Yatırım riskinin bir bölümünü üstlenen bu kuruluşlar, 90'lı yılların sonunda RS sektörünün izlediği dalgalı gelişim açısından ek bir itici güç olarak görülmektedir²⁹. Bu bağlamda kamusal desteğin piyasada verimsizliğe neden olup olmadığı sorusu sorulabilir. Örneğin Bascha/Walz (2002), geniş çaplı kamusal sendikasyonların menfaat dengelerini tesis eden finansman araçlarının nispeten daha az yayılmasına neden olduğu tezini savunmaktadırlar.

• Şirketler hukuku çerçeve şartları bakımından çeşitli konulara değinilebilir. Bunlardan özellikle Almanya'da iştirakler için mevcut yasal fon yapıları RS piyasasını şekillendirmektedir. Bu yapılar finansal enstrümanların oluşumunu etkilediği için burada kısaca tanıtılmalıdır.

Alman piyasasında bir dış yatırımcıya özellikle aşağıdaki iştirak imkanları sunulmaktadır:

• Bir limited şirkete iştirak. Özel bir yapılanma biçimi olmakla birlikte, çoğunlukla bu iştirake ilaveten gizli iştirak de iktisap edilmektedir (sermayedar RS şirketi, kapalı fonlar).

• Komandit payların üçüncü şahsa devredilebilme imkanı ile, bir limited şirket ve ortakları paylı komandit şirkete iştirak (müşterek işletilen RS şirketi, kapalı fonlar).

• Sermayedar RS şirketinin özel bir tipi olarak İşletmeye İştirak Şirketleri Hakkında Kanun (UBGG) hükümleri uyarınca kurulan işletmeye iştirak şirketi. Sermaye Piyasasının Güçlendirilmesi hakkındaki 3. düzenlemeden bu yana işletmeye iştirak şirketleri ikiye ayrılmaktadır:

○ Ortak yapısında kısıtlamaların (bir ortağın maksimum katılım oranı % 40'ı aşamaz) ve nispeten serbest yatırım politikasının geçerli olduğu halka açık işletmeye iştirak şirketi, ve

○ ortak yapısında kısıtlamaların bulunmadığı, fakat daha katı yatırım sınırlamalarına sahip (çoğunluk iştiraklerinin iktisabında elde tutma süresi 8 yıl yerine 1 yıl), bütünleşmiş işletmeye iştirak şirketi.

• Sermaye Yatırım Şirketleri Hakkında Kanun çerçevesinde özel fonlar (yatırım anonim şirketleri). Bu çerçevede kurulan yatırım şirketleri için banka lisansı gereklidir ve yatırım şirketleri hakkındaki kanunun bütün kurallarına tabidirler.

Yatırımcılar ve RS şirketleri arasındaki sözleşme ilişkisi, şirket sözleşmesiyle (ortaklık anlaşması) düzenlenir. RS fonları uluslararası alanda ağırlıklı olarak limited şirket, Almanya'da daha çok limited şirket ve ortakları paylı komandit şirket şeklinde örgütlenmektedir. Komandite (sınırsız sorumlu) ortak rolünü, yönetim şirketi (GmbH) üstlenmektedir. Buna karşılık yatırımcılar paylarını komanditer (sınırlı ortak) sıfatıyla elde tutmaktadırlar. Fon yapısının en sık karşılaşılan şekli olarak limited şirket veya limited şirket ve ortakları paylı

²⁹ Bkz. Fiedler/Hellmann, 2001, s. 19.

Kurumsal Çerçeve Şartlarının Almanya’da Risk Sermayesi Finansmanına Etkileri

komandit şirket, profesyonel yatırımcılardan oluşan küçük bir grubun mevcudiyeti halinde daha cazip bir hal almaktadır. Yatırımcı çevresinin genişlemesi ise, limited şirket ve ortakları paylı komandit şirketin anonim şirkete dönüştürülmesini gerekli kılar³⁰.

Burada kural olarak iki şirket kurulur. Fon şirketine arzu edilen iştiraklerin iktisabını sağlamak üzere, taahhüt edilen kıymetler getirilir. Bunun yanı sıra fon şirketini yönetmek amacıyla bir yönetim şirketi kurulur. Ödemeleri de kontrol altında tutan yönetim şirketi, bir çok fon şirketini yönlendirebilir.

RS şirketlerinin önemli bir farklılığı da, pay sahipliğini yapısından kaynaklanmaktadır. Burada; bir çoğunluk pay sahibi (örneğin bir kredi kurumu veya sigorta şirketi) tarafından işletilen “hareket kabiliyeti tamamen sınırlandırılmış şirketler” (*Captive-Gesellschaften*), mülkiyeti belirli bir grup pay sahibi çevresinin elinde olan “hareket kabiliyeti kısmen sınırlandırılmış şirketler” (*Semi Captive-Gesellschaften*) ve kendilerini piyasa üzerinden yeniden finanse eden bağımsız şirketler ayrımı yapılmaktadır.

RS şirketleri açısından diğer önemli bir ayırım da, şirketlerin başlıca finansal kaynakları esas alınarak yapılabilir. Şirketlerin büyük bir kısmı RS fonlarından yararlanırken (bağımsız risk sermayesi şirketleri), kamusal risk sermayesi şirketlerine yine kamusal kaynaklar sunulmaktadır.

Almanya’daki kurumsal çevrenin Anglosakson ülkelerinkinden temelde farklı olduğu kesindir. Şüphesiz son yıllarda yapısal değişiklikler gerçekleşmektedir. Bu sürecin borsa balonunun patlamasıyla ne ölçüde frenlendiği veya tersine döndüğünü anlamak için henüz erkendir.

3.2. Kurumsal Bakış Açılarının Teori Açısından Anlamı

RS finansmanında optimal sözleşme oluşturulmasını inceleyen son yıllarda yayınlanmış teorik merkezli çalışmalar, ağırlıklı olarak zaman içerisinde işletme ve RS şirketi arasında ilişkinin değerlendirilmesi üzerine odaklanmıştır. Admati/Pfleiderer (1994), Bergemanann/Hege (1998), Dessen (2004)’nin çalışmaları, başlangıç finansmanında özellik arz eden temsilci sorununun, sendikasyon, şartlı sermaye tahsisi veya denetim haklarının bölünmesiyle nasıl sınırlandırabileceğini göstermektedir. Ayrıca son yıllarda yapılan teorik çalışmalarda, kurucu ve RS şirketi arasındaki çift yönlü ahlaki risk sorunu altında etki mekanizmalarının anlaşılması konusunda önemli gelişmeler kaydedilmiştir. Casamatta (2003), Inderst/Müller (2004), Schmidt (2003), Schindele (2004) ve Repullo/Suarez (2003)’in modelleri, işletmecilerin seçimi ve gözetimi ile işletmede aktif bir desteğin anlamını farklı yönlerden açıklamaktadır.

Son yıllarda kurumsal özellikleri değerlendiren araştırmalar da yapılmaya başlanmıştır. Black ve Gilson (1998), banka merkezli bir finansal sistemde RS’nin gelişimini araştırmışlardır. Her iki yazar da, Almanya’da RS kültürünün geç oluşmasının en önemli sebebi olarak, portföy işletmelerinin satılmasına olanak verecek işleyen bir borsa piyasasının uzun yıllar mevcut olmamasını göstermektedirler. Becker/Hellmann (2002), bu tezi yumuşatmaktadır. Onlara

³⁰ Anonim şirketlerin hisse senetleri borsada işlem görebilir. Örneğin Alman Risk Sermayesi AŞ.

göre aktif bir borsa piyasası her ne kadar önemliyse de, RS kültürünün oluşması için belirleyici değildir. Bu bakış açısı sonucunda, örneğin, yerleşmiş kurucu kültürü ya da uygun yönetim yapıları gibi, ülkedeki birden fazla faktörün etkileşimi belirleyici niteliktedir.

Bir RS şirketinin yatırımını satabilmesine yönelik olanaklar da RS finansmanının sözleşme yapısını etkilemektedir. Hellmann (2004), gelecekteki çıkış stratejisine ilişkin kararın finansman yapısını nasıl etkilediğini göstermektedir. Yazarın modeli çerçevesinde, belirli çevre şartlarında, RS şirketi veya kurucu açısından verimli olmayan bir çıkış kararı verilebilmektedir. Gerçekleşen çevre şartlarına bağlı olarak, hisse senedine dönüştürülebilir tahviller devreye sokulmak suretiyle, karar alma hakkı verimli bir seçim yapacak olan tarafa bırakılabilir. Hellmann (2004)'ın modelinin dikkat çeken bir özelliği de, modelin, örneğin borsaya girişte otomatik dönüşümün nasıl olacağı şeklindeki belirli sözleşme hükümlerinin kullanılmasını açıklayabilmesinde yatmaktadır.

Bottazzi/Da Rin/Hellmann (2004), yasal çerçeve şartların RS şirketi ve portföy işletmesi arasında yapılan sözleşmenin oluşumuna etkisini araştırmışlardır. Çift yönlü ahlaki risk modeli çerçevesinden türettikleri tezlerinde, daha iyi hukuki korumanın olduğu bir ülkede RS şirketlerinin, genç işletmeyi daha aktif gözlemlendiği, daha erken destek verdiği ve zarara uğramamak için daha güçlü bir himaye sağladığı sonucuna ulaşmışlardır. Ampirik bir araştırma ile de, Almanya gibi hukuken yatırımcının korunmasının zayıf olduğu ülkelerde, RS şirketlerinin önemli ölçüde yetersiz gözetim katkısı sağladıklarını ve yatırım zararının sınırlanmasının da çok da belirleyici olmadığını göstermişlerdir.

Bu çalışmalarda RS finansmanının gerçekleştirildiği şirketler hukuku çerçeve şartları incelenmemektedir. Fakat bunlar, önerilen sözleşme şartları ve finansal enstrümanların kullanılması açısından veri niteliği taşımaktadır. Kurumsal özelliklerin etkilerinin anlaşılması için aşağıda özel finansal enstrümanlar karşılaştırılmaktadır. Bunların bir kısmına ABD'deki sermaye piyasası ağırlıklı finansal sistemde rastlanabilirken, diğer bazıları Almanya'daki banka ağırlıklı finansal sistemde sıkça gözlemlenebilmektedir.

3.3. Dönüştürülebilir Finansman Araçlarının RS Finansmanındaki Anlamı

Finans teorisi temsilci çatışmalarının sınırlandırılması için esas itibariyle iki çözüm mekanizmasına sahiptir³¹. Çıkar çatışmalarını bağdaştıran sözleşmeler yapılarak, yatırımcı ve kurucunun çıkarları dengelenebilir. Bu keyfiyet, örneğin müteşebbisin gelirinin, işe katkısıyla olumlu yönde etkilediği, gözlemlenebilir bir emareye bağlanarak gerçekleştirilir. Denetim haklarının yeniden paylaşılması da çıkarıcı davranışları sınırlandırılabilir.

RS finansmanında belirleyici nitelikteki menfaat çatışmalarına tepki olarak, bir dizi özel finansman ve sözleşme şekilleri geliştirilmiştir. Bu kapsamda

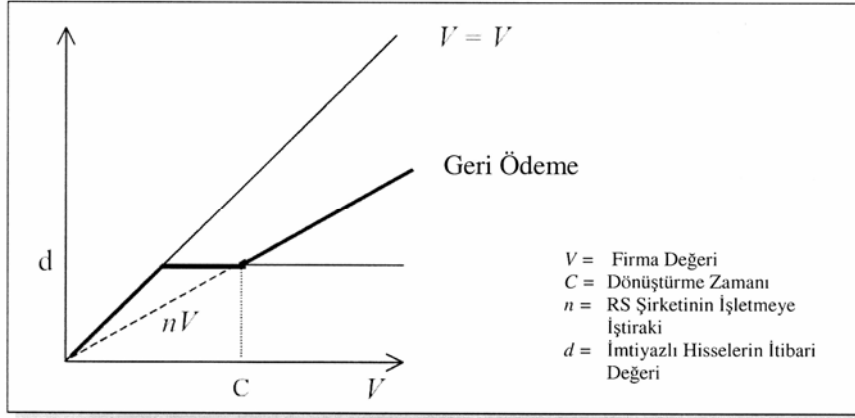
³¹ Bkz. Denis, 2004, s. 310 vd.

dönüştürülebilir finansal araçlar (*convertibles*) çatışmaların sınırlandırılmasında baskın bir rol üstlenmektedir.

3.3.1. Çıkar Çatışmalarının Dönüştürülebilir İmtiyazlı Hisse Senetleri Yardımıyla Yönlendirilmesi

Teoride genç işletmelerin finansmanında sıkça önerilen bir enstrüman, dönüştürülebilir finansman aracının kullanımudur. En yaygın uygulama alanı bulanı, RS verenin sahip olacağı, adi hisse senetlerine dönüştürülebilir imtiyazlı hisse senetleridir (*convertible preferred stocks*). Kurucu ise adi hisse senetlerini alır. RS şirketi genç işletmeyi dönüştürülebilir imtiyazlı hisse senetleri ile finanse ediyorsa, oy hakkına³² ek olarak, yüksek meblağlara hemen ulaşmayan ve kazancın genellikle uzun vadede biriktiği imtiyazlı kar payı talep hakkını³³ elde eder. Bu talep hakkı, RS şirketine, karlar adi hisse senedi sahiplerine dağıtılmadan önce, daha önceden tespit edilmiş bir kar payını (çoğunlukla konulan sermayeyle bağlantılı yüzde şeklinde) isteme imkanı verir. Ayrıca RS şirketi imtiyazlı hisse senetlerine sahip olması nedeniyle, tasfiye halinde iflas mal varlığı üzerinde de öncelikli talep hakkına sahiptir. Bu talep hakkı, azami olarak temettü miktarına kadar ulaşabilmektedir. Önceden kararlaştırılan bir tarihte, dönüştürülebilir imtiyazlı hisse senetleri, değer artışına sınırsız iştirak imkanı veren adi hisse senetleriyle (*common shares*) değiştirilebilir. Şekil 3 dönüştürülebilir imtiyazlı hisse senetlerinin (geri) ödeme yapısını göstermektedir.

Şekil 3. Dönüştürülebilir İmtiyazlı Hisse Senetlerinin (Geri) Ödeme Yapısı



Dönüştürülebilir imtiyazlı hisse senetlerinin ödeme yapısının başlangıçta yabancı sermaye aracına benzediği, başarılı bir değişimden sonra ise öz sermaye özelliği gösterdiği grafikte açıkça görülmektedir. İmtiyazlı hisselerin adi hisselerle dönüşümü, bir yatırımcı için C noktasından itibaren anlamlı olmaktadır. Bu

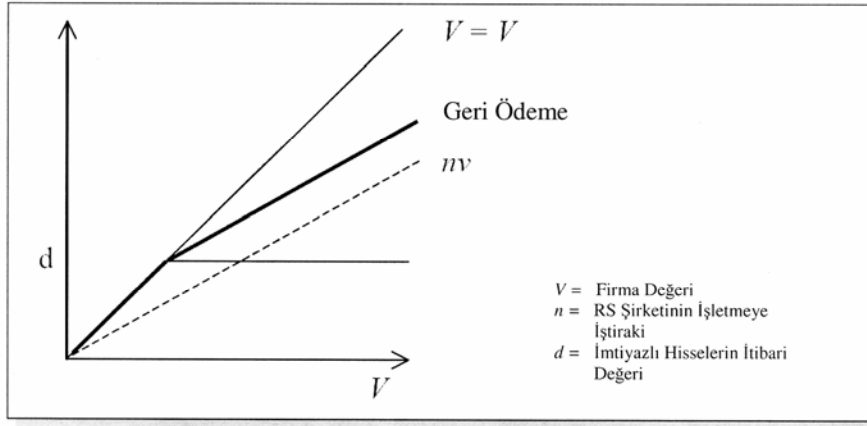
³² Bu oy hakkı, çoğunlukla RS şirketinin dönüşümden sonra elde ettiği adi hisse senetlerinin miktarına göre tayin edilmektedir.

³³ Bkz. Bascha, 2001, s. 26.

noktadan itibaren firma değerinin artırılmasına katılımın avantajları, aciz halinde öncelikli ödeme talebine kıyasla daha ağır basmaktadır.

ABD’de genç işletmelerin finansmanında sıklıkla kara iştirakli dönüştürülebilir imtiyazlı hisse senetleri (*participating preferred stocks*) kullanıldığını³⁴ da belirtelim. Bu senetlerin (geri) ödeme yapısı değiştirilebilir imtiyazlı hisse senedine benzemektedir. Ancak RS şirketi bu senetlerle hissesine düşen kar payının dağıtımından sonra da, gelirden bir pay talep etme hakkına da kavuşmaktadır³⁵. Şekil 4 bu (geri) ödeme yapısını göstermektedir.

Şekil 4. Kara İştirakli Dönüştürülebilir İmtiyazlı Hisse Senetlerinin (Geri) Ödeme Yapısı



RS şirketinin bu imtiyazlı hisse senetlerini adi hisse senetlerine dönüştürmek hususunda hiçbir menfaate sahip olmaması ilgi çekicidir. Getirileri her zaman için bir dönüşüm sonucu gerçekleşebilecek olandan daha yüksektir. Bununla beraber etkin bir menfaat yönetimi sağlanması hususunda dönüştürme seçeneği özel bir anlam kazanmaktadır.

Dönüştürme kurallarının oluşturulması, dönüştürülebilir finansal araçlar ile finansmanda menfaatleri gözetilen yapıların ölçeğe bağlanması açısından önemli bir faktör niteliği göstermektedir³⁶. Dönüştürme hakları (*conversion rights*), değişimin RS şirketinin takdirine bırakılması veya dönüm noktasına ulaşma yahut birincil halka arz sürecinin başlatılması gibi belirli olguların gerçekleşmesine bağlanabilir³⁷. Finansmanın başlangıcında değişim ilişkisi 1:1 oranında belirlenir. Fakat zaman içerisinde, örneğin bir dönüm noktasına ulaşılmasına (ulaşılmasına) bağlı olarak, müteşebbisin (RS şirketinin) lehine olacak hale getirilebilir³⁸.

Menfaat yapılarına ilişkin bir araştırmada, uygulamada genç işletmelerde payın dönüşümünün denetim haklarının bölüşümü konusunda herhangi bir

³⁴ Bkz. Kaplan/Strömberg, 2003b, s. 286.

³⁵ Bkz. Baums/Möller, 2000, s. 9.

³⁶ Örnek olarak bkz. Schmidt (2003), Cornelli/Yosha (2003) veya Hellmann (2004)’in modelleri.

³⁷ Bkz. Baums/Möller, 2000, s. 21.

³⁸ Bkz. Baums/Möller, 2000, s. 21.

Kurumsal Çerçeve Şartlarının Almanya’da Risk Sermayesi Finansmanına Etkileri

değişikliğe yol açmadığı göz önüne alınmalıdır. Teoride sıklıkla kullanılan argümanın aksine, kural olarak RS şirketi işletmede denetim hakları hususunda, dönüşümden önce de sözleşme hükümleri aracılığıyla herhangi bir ortakla eşit haklara sahiptir³⁹. Ancak gelecekteki kar ve zarara katılım bakımından arada bir farklılık bulunmaktadır. Çünkü değişimden sonra RS şirketi kurucularla eşit duruma gelmekte ve bunun sonucunda zarara da tam olarak katlanmaktadır.

3.3.2. Risk Sermayesi Finansmanına İlişkin Ampirik Sonuçlar

Teoride önerilen dönüştürülebilir finansal araçların kullanımı ABD’de oldukça ileri seviyededir. Kaplan/Strömberg (2003b), Amerikan piyasasının ayrıntılı bir araştırmasında, incelenen 213 yatırımın kısmen de olsa 204’ünün dönüştürülebilir imtiyazlı hisse senetleri ile finanse edilmiş ortaya koymaktadırlar. Bunlardan 170’inde RS şirketleri münhasıran *convertible preferred stocks* (dönüştürülebilir imtiyazlı hisse senetleri) kullanmaktadır⁴⁰. Şekil 5, Kaplan/Strömberg (2003b) tarafından belirlenen finansal enstrümanların dağılımını göstermektedir.

Şekil 5. ABD’de RS Yatırımlarında Finansal Enstrümanların Dağılımı ⁴¹

Dönüştürülebilir imtiyazlı hisse senetleri (DİHS)	% 79,4
DİHS ve dönüştürülebilir sıfır kuponlu borç senedi	% 1,9
DİHS ve adi hisse senedi	% 7,5
DİHS ve adi imtiyazlı hisse senedi	% 3,7
DİHS, adi imtiyazlı hisse senedi ve adi hisse senedi	% 1,9
Dönüştürülebilir tahvil ve adi hisse senedi	% 0,5
Adi imtiyazlı hisse senedi ve adi hisse senedi	% 1,4
Çeşitli türlerde adi hisse senedi	% 1,4
Dönüştürülebilir sıfır kuponlu borç senedi	% 1,9
Adi hisse senedi	% 0,5

Dönüştürülebilir imtiyazlı hisse senetlerinin kullanıldığı gözlenen finansal işlemlerden % 94.4’ünde, RS şirketleri kar payı imtiyazını aşan kazançta % 38.5 oranında katılmışlardır (*participating preferred stocks*). Bu sonuç, ABD’deki kara iştirakli dönüştürülebilir finansal enstrümanların öneminin altını çizmektedir.

Bu tür tespitlerin diğer ekonomilere ne ölçüde aktarılabileceği esasen şüphelidir. Cumming (2002) bir çalışmada, Kanada’da RS finansmanında dönüştürülebilir finansal araçların incelenen olaylarda sadece % 5.1 oranında kullanım alanı bulduğu ve nispeten önemsiz bir rol oynadığı sonucuna ulaşmıştır. Daha ziyade çok sayıda farklı finansman şekillerine ve sıklıkla “normal” öz sermayeye başvurulduğu tespit edilmiştir. Cumming (2002), öğrenme etkisinin, dönüştürülebilir finansal araçların kullanımı ve bu araçların çeşitli ülkelerdeki farklı yaygınlık seviyesini yeteri düzeyde açıklayamadığı tezini

³⁹ Bkz. Hellmann, 2004, s. 3.

⁴⁰ Bkz. Kaplan/Strömberg, 2003b, s. 286.

⁴¹ Bkz. Kaplan/Strömberg, 2003b, s. 284.

savunmuştur. Daha ziyade kurumsal çerçeve şartlarının da tartışmaya dahil edilmesi gerekmektedir.

Schweinbacher (2002), Avrupa için dönüştürülebilir finansal araçların ortalama kullanımının sadece % 20 olduğunu göstermiştir. Yazar, ABD ile karşılaştırıldığında bu araçların daha düşük kullanım nedenini, portföy işletmelerinin alınıp satılabileceği daha az sayıda likit piyasa bulunması olarak görmektedir.

Almanya'da genç işletmelerin finansmanında, dönüştürülebilir finansal araçlar ikinci derecede bir rol oynamaktadır. Bascha/Walz (2002), RS şirketlerinin ortalama olarak kullandıkları finansal araçlara ilişkin bir ankette, % 10.6 oranında dönüştürülebilir finansal araçlardan yararlandığını ortaya çıkarmışlardır. Yatırımların çoğu gizli iştirak şeklindedir. Bunlardan % 33.1 tam ve diğer % 5.6'sı da en azından kısmen gizli iştirak şeklinde uygulanmıştır⁴². Şüphesiz bu oranların yorumunda, Bascha/Walz (2002)'ın sadece RS şirketlerinin kullandıkları finansal araçlar konusunda verdikleri kesin olmayan bilgilerden yararlandıkları dikkate alınmalıdır. Diğer araştırmalar gizli iştiraklerin payının daha düşük olduğunu göstermektedir. Betsch ve diğ. (2000) bir ankette, o dönemde *Neuen Markt*'da kote edilmiş tüm işletmelerin sadece % 13'ünün finansmanının gizli iştirak olduğunu ortaya koymuşlardır. Schefczyk (1998) de, sadece % 15'lik bir oran belirleyebilmiştir.

Teoride ortaya konulan dönüştürülebilir finansal araçlarla finansmanın, her kurumsal çerçevede ampirik açıdan alternatif bir çözüm üretmediği ifade edilmelidir. ABD'de RS şirketleri önerilen menfaat yapısını pratikte yoğun bir şekilde kullanmalarına rağmen, bu sonuç diğer ekonomiler için söz konusu olmayabilir. Finansman konusundaki ulusal özellikler, düzenlemeler veya diğer çerçeve şartların nitelikleri, RS finansmanında her bir sözleşmenin arzulan biçimde kurulmasını etkileyebilir. Dolayısıyla sözleşme kurulurken menfaatler dengesine etkisi üzerine bir beyanda bulunmak pek kolay değildir. Daha ziyade finansman sözleşmesiyle bağlantılı unsurların tümünün analize dahil edilmesi gerekir. Bu Alman piyasası için örnek olarak gizli iştirakin ele alınması suretiyle gerçekleştirilecektir.

3.4. Almanya'da Risk Sermayesi Sözleşmesinin Düzenlenmesine İlişkin Özellikler

3.4.1. Almanya'da Özel Bir Risk Sermayesi Finansal Enstrümanı Olarak Gizli İştirak

Almanya'daki tüm ampirik araştırmalar, RS şirketlerinin, finansmanda Amerikan şirketlerinden temelde farklı bir yapıyı tercih ettikleri konusunda ortak bir sonuca ulaşmaktadır. Farklı ampirik sonuçlara rağmen, Almanya'da kullanıldığı şekliyle gizli iştirakin önemli bir rol oynadığı görülmektedir. Öyle ki, RS sektörünün anlaşılması için bu finansal enstrümanın yakından incelenmesi zaruri görünmektedir.

⁴² Bkz. Bascha/Walz, 2002, s. 15.

Kurumsal Çerçeve Şartlarının Almanya’da Risk Sermayesi Finansmanına Etkileri

Alman hukuku tipik ve atipik gizli iştirak arasında ayırım yapmaktadır⁴³. Risk sermayedarı, kendisi doğrudan ortak olmaksızın işletmeye öz sermaye sunmaktadır. Bu şekilde kara iştirak etme hakkı kazanmaktadır. Gizli iştirakin sona ermesiyle gizli ortağa ödemiş olduğu bedel iade edilmektedir. Tipik gizli iştirakte, gizli ortağın çoğunlukla zarara katılmayacağı kararlaştırılmaktadır. Buna karşılık atipik gizli iştirakte, firma değerine ve/veya işletme yönetimine katılım öngörülmektedir. Bu nedenden ötürü tipik gizli iştirak daha çok yabancı sermaye finansmanına benzemektedir. Halbuki atipik gizli iştirak ağırlıklı olarak öz sermaye niteliği taşımaktadır⁴⁴. Belirtmek gerekir ki, RS finansmanında atipik iştirak herhangi bir rol oynamaz ve neredeyse hiçbir zaman kullanılmaz⁴⁵.

Gizli iştirakin en büyük avantajı, yan anlaşmaların yapılmasına olanak veren esneklik derecesinde yatmaktadır. Bu avantaj, taraflar arasındaki ilişkinin özel şartlarına uygun çözümlerin üretilebilmesini mümkün kılmaktadır. Özellikle ödeme akışı konusunda, ilgili dış şartlara bağlı olarak, işletmenin başarı ve başarısızlığını esas alan nakit akım yapıları oluşturulabilir⁴⁶. RS finansmanında gizli iştirakin avantajlı olması açısından mümkün olduğu ölçüde kesin bir düzenleme yapılması belirleyicidir. Bunun anlamı, esnekliğin uygulamada sözleşmeye bağlı yan anlaşmaların kullanılması yoluyla sağlanması gerektiğidir. Teorik olarak düşünülebilecek bir uygulama türü de, dönüştürülebilir finansal senetlerin yerine gizli iştirakin kullanılmasıdır.

3.4.2. Dönüştürülebilir Finansal Enstrümanlar Yerine Gizli İştirakin Kullanılması

Gizli iştirakin bu şekilde kullanımı ilk bakışta şaşırtıcı görünmektedir. Çünkü teoride dönüştürülebilir finansal araçlar menfaat sınırlamalarının dengelenmesi konusunda baskın bir yere sahiptir. Alman hukukuna göre dönüştürülebilir menkul kıymetlerin kullanılabilmesi, portföy işletmesinin anonim şirket veya paylı komandit şirket şeklinde örgütlenmiş olması şartına bağlıdır. Ancak çoğu işletme limited şirket olarak kurulduğu için, dönüştürülebilir hisse senetlerinin kullanımı mümkün değildir⁴⁷. Bununla birlikte gizli iştirak şeklinde bir yatırımda, bunun içeriğini, özellikle denetim ve nakit akış haklarının paylaşımı konularında dönüştürülebilir menkul kıymetlerinkine yaklaşacak biçimde, tali anlaşmalar vasıtasıyla düzenlemek pekala mümkündür⁴⁸. Gizli iştiraklerin yapısal özelliklerinin daha yakından analizi, bu tür bir sözleşme yapısının uygulamada nasıl gerçekleştirilebileceğini gösterecektir: Gözetim ve denetim hakları, dönüştürülebilir bir finansal aracınla adeta örtüşmektedir.

• Gizli ortak kanunen sadece yıllık hesapları ve bunların anlaşılabilmesi için gerekli olan belgeleri tetkik etme hakkına sahiptir⁴⁹. Buna karşılık

⁴³ Gizli iştirakle ilgili düzenlemeler §§ 230-237 HGB’de (Handelsgesetzbuch, ç.n.) yer almaktadır.

⁴⁴ Bkz. Fink, 2003, s. 138.

⁴⁵ Bkz. Betsch ve diğ., 2000, s. 189.

⁴⁶ Bkz. Bascha/Walz, 2002, s. 6.

⁴⁷ Bkz. Bascha, 2001, s. 170.

⁴⁸ Bkz. Stein, 2003, s. 48.

⁴⁹ Bkz. HGB § 233 f. 1.

dönüştürülebilir imtiyazlı hisse senedi/tahvil sahibi, esas itibariyle hiçbir inceleme ve denetim hakkına sahip değildir. RS finansmanlarında yatırımcıya bu haklar ancak ek sözleşmeler (*covenants*) yoluyla verilmektedir.

- Genel olarak hem kara iştirakli imtiyazlı hisse senetlerinde, hem de gizli iştirakte çok sayıda yan anlaşma yapılması mümkündür⁵⁰. Buna bağlı olarak gizli iştirak büyük ölçüde bir esneklik sunmaktadır. ABD’de kullanılan kayıtlardan Almanya’da da yararlanılabilir. Bu konuda işletme politikasına ilişkin değişikliklerin rızaya bağlanması koşulundan, işletme yönetimine talimat verme, hatta işletmenin yönetim yetkilerini devralma hakkının tanınmasına kadar varan bir paletten seçim yapılabilir⁵¹.

- Aciz halinde denetim hakları, yatırımcıların çıkarlarını temsil eden aciz memuruna geçmektedir. Burada da gizli iştirak ile dönüştürülebilir finansal araçlar arasında hiçbir fark yoktur.

Özet olarak denetim ve katılma haklarının paylaşımında, dönüştürülebilir finansal araçlarla gizli iştirakin kullanımı arasında birçok paralelliğin bulunduğu veya bunların çeşitli anlaşmalar yoluyla oluşturulabileceği söylenebilir. Gizli iştirakte nakit akımı haklarının bölüşülmesi de dönüştürülebilir imtiyazlı hisse senetlerindeki şekle uyarlanabilir.

- İlk olarak gizli ortağın, tasfiye bakiyesinde öncelikli katılım hakkına sahip olması konusunda bir anlaşma sağlanır. Söz konusu katılım, çoğunlukla hisseye düşen kar payına ilaveten konulan sermayenin miktarıyla sınırlandırılır.

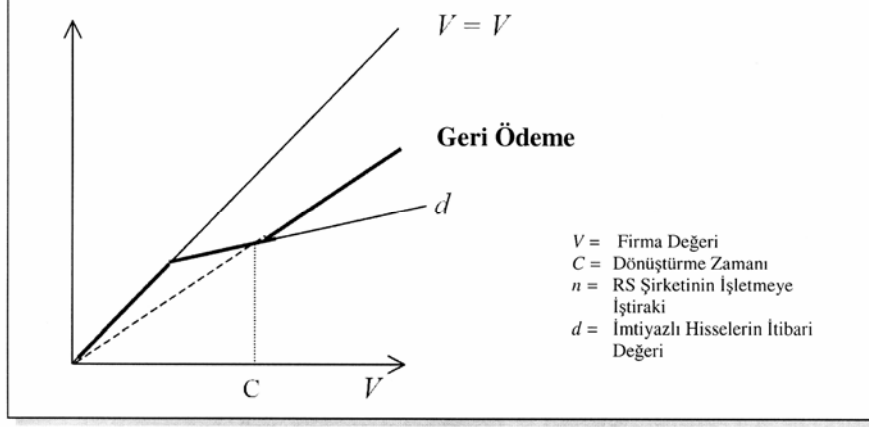
- Gizli ortak, kara iştirakli imtiyazlı hisse senedi sahipleri gibi sürekli olarak kardan pay alır. Burada kara katılımın miktarı müstakilen kararlaştırılır.

- Son olarak ek bir opsiyon anlaşması yapılabilir. Bu anlaşma RS şirketine, gizli iştirakini değer artışına katılan öz sermaye payları ile tamamen değiştirebilme imkanı sağlamaktadır. Bu tür bir opsiyon RS şirketinin takdirine bırakılabileceği gibi, gerçekleşmesi öngörülen birincil halka arz gibi belirli bir olayla da bağlantılandırılabilir. Şekil 6 (geri) ödeme yapısını bu tür bir çizimle göstermektedir.

⁵⁰ RS finansmanında akdi kayıtlardan sıklıkla yararlanılmaktadır. Kullanılan ek sözleşme hükümlerine ilişkin genel bilgi için bkz. Sahlman (1990), bunların yaygınlaşması konusunda bkz. Kaplan/Strömberg (2003b).

⁵¹ Bkz. Streuer, 2003, s. 21.

Şekil 6. Ek Dönüşüm Opsiyonlu Bir Gizli İştirakin Örnek (Geri) Ödeme Yapısı



Grafikten anlaşıldığı üzere, bir gizli iştirakin (geri) ödeme yapısı, dönüştürülebilir imtiyazlı hisse senedine yaklaşmaktadır. İlginç bir yön de, gizli ortağın değişken olarak kararlaştırılabilen kara iştirakine ilişkindir. Çok düşük bir iştirak kararlaştırılırsa, nakit akım yapısı daha ziyade “normal” bir dönüştürülebilir imtiyazlı hisse senedininkine uymaktadır. Bunun aksine nispeten yüksek bir kara iştirak belirlenirse, (geri) ödeme yapısı kara iştirakli dönüştürülebilir senetle uyumlu olacaktır. Bu suretle teorik açıdan gizli iştirakle finansman yoluyla, dönüştürülebilir finansal araçlarla Amerikan RS şirketlerinde uygulandığı şekilden farklı olarak, doğrudan bir finansal enstrüman kullanılması zorunluluğu doğmaksızın, benzer menfaat dengeleri kurulabilmektedir. Şekil 7’de bu sonuç gizli iştirak ve dönüştürülebilir imtiyazlı hisse senedinin karşılaştırmasıyla özetlenmektedir.

Şekil 7. Gizli İştirak ve Dönüştürülebilir İmtiyazlı Hisse Senedinin Denetim ve Nakit Akım Yapılarının Karşılaştırması

	Gizli İştirak	Dönüştürülebilir İmtiyazlı Hisse Senedi
Bilgi Alma ve Denetim Hakları	Yıl sonu hesaplarında kanuni inceleme; sözleşme ile değişik düzenleme imkanları.	Dönüşümden önce: Kanunen hiçbir bilgi alma ve denetim hakkı yok; sözleşmeye dayalı yüksek düzenleme esnekliği Dönüşümden sonra: Tam bilgi alma ve denetim hakkı.
Kara İştirak	Kural olarak kara iştirak edilir.	Sadece itibari değer oranında kara iştirak edilir.
Zarara İştirak	Sermayeyle sınırlandırılabilir.	İtibari değerle sınırlandırılır.
Artan Firma Değerine İştirak	Seçimlik olarak sözleşmeyle kararlaştırılabilir.	Dönüşümle gerçekleştirilir.
Tasfiye Bakiyesinin Paylaştırılması	Öncelikli olarak nazara alınır.	Öncelikli olarak nazara alınır.
Menfaat Dengesinin Yönetimi	Dönüşüm seçeneğiyle yönlendirilir.	Dönüşüm seçeneğiyle yönlendirilir.

Tipik Alman finansman şekli olarak gizli iştirakin gözetim, denetim ve menfaatler dengesinin oluşumuna, gerek “normal” dönüştürülebilir imtiyazlı hisse senediyle, gerekse kara iştirakli dönüştürülebilir imtiyazlı hisse senediyle karşılaştırıldığında, neredeyse eksiksiz bir surette olanak sağladığı görülmektedir. Ancak bundan münferit ülkelerin finansman uygulamalarının, yerleşmiş finansal enstrümanlara kıyasla üstünlük arz ettiği sonucuna varılmamalıdır.

Ulusal özelliklere bağlı olarak tercih edilen sözleşme unsurlarının teoride önerilenlere ne gibi üstünlükleri olduğu veya farklı bir kullanım ile nasıl aynı değeri taşıyabilecekleri, ancak sözleşmenin bir bütün olarak niteliklerinin ayrıntılı bir şekilde araştırılmasıyla tespit edilebilir. Bu, kurumsal çerçeve şartlarından bağımsız olarak gerçekleştirilemez.

4. Geleceğe Yönelik Araştırma Potansiyeli

Risk sermayesi Alman ekonomisi için çok önemli olmasına rağmen, fiiliyatta sözleşme yapıları hakkında tam olarak çok az şey bilinmektedir. RS yatırımlarında farklı finansal uygulamaların farklı ekonomilerin kurumsal özelliklerine etkilerinin anlaşılması hususu, son birkaç yıldır araştırılmaktadır. Ancak “kurumsal mesele” olarak adlandırılan kurumsal çerçeve şartlarının finansal sözleşmelerin düzenlenmesine etki ettiği, bunun da genç işletmenin başarısını etkilediği söylenebilir.

Bu zamana kadar elimizde Alman RS piyasasında özel sözleşme yapılarının ve gizli iştiraklerin kullanımını daha net gösteren, ayrıntılı bir araştırma yoktur. Kurumsal çerçeve şartlarını da dikkate alan ilk açıklayıcı yaklaşımlar, devletin

Kurumsal Çerçeve Şartlarının Almanya’da Risk Sermayesi Finansmanına Etkileri

rolü ve yatırımların yönlendirmesi konularına yoğunlaşmaktadır⁵². Şu ana kadar elimizde bulunan çalışmalar sadece kısmen Almanya’daki RS yatırımlarında finansal araçların kullanımının dağılımını açıklayabilecek niteliktedir. Anglosakson ülkeleri için yapılan araştırmaların sonuçları da bu açıdan yardımcı olamamaktadır. Optimal Alman sözleşme tasarımının kapsamlı olarak temellendirilmesi, sadece geçerli kurumsal çerçeve şartların incelemeye dahil edilmesi koşuluyla başarılabilir. Burada finansman yapısı da sözleşme hükümlerinden bağımsız olarak ele alınmamalıdır. Yalnızca finansal enstrümanların yapısı ve özel sözleşmelerin etkileşiminin birlikte analizi, Alman RS sözleşmelerinin etkinliği hakkında bir sonuca ulaştırabilir.

Kaynaklar

- Aghion, Philippe / Bolton, Patrick (1992): *An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting*, in: Review of Economic Studies 59, s. 473-494.
- Admati, Anat R. / Pfleiderer, Paul (1994): *Robust Financial Contracting and the Role of Venture Capitalists*, in: The Journal of Finance 49, s. 371-402.
- Bascha, Andreas (2001): *Hybride Beteiligungsformen bei Venture Capital*, Wiesbaden.
- Bascha, Andreas / Walz, Uwe (2002): *Financing Practices in the German Venture Capital Industry. An Empirical Assessment*, CFS Working Paper 2002 / 08.
- Baums, Theodor / Möller, Matthias (2000): *Venture Capital: U.S. - amerikanisches Modell und deutsches Aktienrecht*, Arbeitspapier, Universität Osnabrück.
- Becker, Ralf / Hellmann, Thomas (2002): *The Genesis of Venture Capital – Lessons from the German Experience*, Working Paper, CESifo München, November 2002.
- Betsch, Oskar / Groh, Alexander / Schmidt, Kay (2000): *Gründungs- und Wachstumsfinanzierung innovativer Unternehmen*, Oldenbourg.
- Bergemann, Dirk / Hege, Ulrich (1998): *Venture Capital Financing, Moral Hazard, and Learning*, in: Journal of Banking & Finance 22, s. 703 – 735.
- Black, Bernard S. / Gilson, Ronald J. (1998): *Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Bank versus Stocks Markets*, in: Journal of Financial Economics 47, s. 243-277.
- Bottazzi, Laura / Rin, Marco Da / Hellmann, Thomas (2004): *What Role of Legal System in Venture Capital? Theory and Evidence*, Working Paper Bocconi University, March.
- BVK (2004): *Teilstatistik für Venture Capital der BVK Jahresstatistik 2003*, unter: <http://www.bvk-ev.de/pdf/61.pdf> (Stand: 10. Jul. 2004).
- Casamatta, Chaterine (2003): *Financing and Advising: Optimal Financial Contracts with Venture Capitalists*, in: The Journal of Finance 58, s. 2059-2085.
- Chandler, Gaylen / Hanks, Steven (1993): *Founder Competence, the Environment, and Venture Performance*, in: Entrepreneurship Theory and Practice 18, s. 77-88.
- Cornelli, Francesca / Yosha, Oved (2003): *Stage Financing and the Role of Convertible Securities*, in: The Review of Economic Studies 70, s. 1 –48.

⁵² Bascha/Walz (2002), yaygınlaşmanın düşük olmasından devlet müdahalelerini sorumlu tutmaktadırlar. Ritzer-Angerer (2004), gizli iştirakin kullanımına gerekçe olarak vergisel avantajlarına karşın hiçbir dezavantajın bulunmamasını göstermektedirler.

- Cumming, Douglas (2002): *United States Venture Capital Financial Contracting: Foreign Securities*, Working Paper, University of Alberta, May.
- Denis, David J. (2004): *Entrepreneurial Finance: an Overview of the Issues and Evidence*, in: *Journal of Corporate Finance* 10, s. 301-326.
- Dessein, Wouter (2004): *Information and Control in Ventures & Alliances*, Working Paper, University of Chicago, May.
- Diamond, Douglas (1991): *Debt Maturity Structure and Liquidity Risk*, in: *Quarterly Journal of Economics* 106, s. 709-737.
- Fiedler, Marc-Oliver / Hellmann, Thomas (2001): *Against all odds: The late but rapid development of the German Venture Capital Industry*, Stanford Graduate School of Business.
- Fink, Alexandra (2003): *Korporate-Venturing-Kooperationen: Praxisbefunde, Anreizprobleme und Gestaltungsmöglichkeiten*, Bad Soden.
- Franzke, Stefanie / Grohs, Stefanie / Laux, Chrisitan (2003): *Initial Public Offerings and Venture Capital in Germany*, in: *The German Financial System*, hrsg. von Krahen, Jan/Schmidt, Reinhard, Oxford.
- Gaida, Michael (2002): *Venture Capital in Deutschland und den USA*, Wiesbaden.
- Gebhardt, Georg / Schmidt, Klaus M. (2002): *Der Markt für Venture Capital: Anreizprobleme, Governance Strukturen und staatliche Interventionen*, in: *Perspektiven der Wirtschaftspolitik* 3, s. 235-255.
- Gompers, Paul A. / Lerner, Josh (1999b): *The Venture Capital Cycle*, MIT Press, Cambridge, MA.
- Hege, Ulrich / Palomino, Frédéric / Schwienbacher, Armin (2003): *Determinants of Venture Capital Performance: Europe and the United States*, Working Paper, RICAPE Working Paper No. 001, July.
- Hellmann, Thomas (2004): *IPOs, Acquisitions and the Use of Convertible Securities in Venture Capital*, Working Paper Stanford University.
- Houben, Eike (2003): *Optimale Vertragsgestaltung bei Venture Capital Finanzierungen*, Wiesbaden.
- Holmström, Bengt (1979): *Moral Hazard and Observability*, in: *Bell Journal of Economics* 10, s. 74-91.
- Inderst, Roman / Müller, Holger M. (2004): *The Effect of Capital Market Characteristics on the Value of Start-up Firms*, in: *Journal of Financial Economics* 72, s. 319-356.
- Jensen, Michael / Meckling, William (1976): *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in: *Journal of Financial Economics* 3, s.305- 360.
- Kaplan, Steven N. / Martel, Frederic / Strömberg, Per (2004): *How Do Legal Differences and Learning Affect Financial Contracts*, Working Paper, University of Chicago, June.
- Kaplan, Steven N. / Strömberg, Per (2001): *Venture Capitalists as Principals: Contracting, Screening, and Monitoring*, in: *The American Economic Review* 91, s. 426-430.
- Kaplan, Steven N. / Strömberg, Per (2003a): *Characteristics, Contracts and Actions: Evidence From Venture Capital Analyses*, Working Paper, University of Chicago, July.

Kurumsal Çerçeve Şartlarının Almanya'da Risk Sermayesi Finansmanına Etkileri

Kaplan, Steven N. / Strömberg, Per (2003b): *Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts*, in: *Review of Economic Studies* 70, s. 281-316.

Lazear, Edward (1986): *Salaries and Piece-Rates*, in: *Journal of Business* 59, s. 405-431.

Merton, Robert / Bodie, Zvi (2004): *The Design of Financial Systems: Towards a Synthesis of Function and Structure*, Working Paper, Harvard Business School, July.

Pape, Ulrich / Beyer, Stephan (2001): *Venture Capital als Finanzierungsalternative innovativer Wachstumsunternehmen*, in: *Finanz Betrieb* 3, s. 627-638.

Prendgast, Canice (2002): *The Tenuous Trade off between Risk and Incentives*, in: *Journal of Political Economy* 110, s. 1071-1102.

Repullo, Rafael / Suarez, Javier (2003): *Venture Capital Finance: A Security Design Approach*, November.

Ritzer-Angerer, Petra (2004): *Venture Capital-Finanzierung und stille Gesellschaft – Ein Beitrag zur Rechtsformwahl bei VC-Finanzierungsverträgen*, Frankfurt a. M., erscheint Herbst 2004.

Ross, Stephen (1977): *The Determination of financial Structure: An Incentive Signalling Approach*, in: *Bell Journal of Economics* 8, s. 23-40.

Sahlman, William A. (1990): *The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations*, in: *Journal of Financial Economics* 27, s. 473–521.

Schefczyk, Michael (1998): *Erfolgsstrategien deutscher Venture Capital-Gesellschaften*, Stuttgart.

Schefczyk, Michael (2000): *Finanzieren mit Venture Capital*, Stuttgart.

Schindele, Ibolya (2003): *Advice and Monitoring: Venture Financing with Multiple Tasks*, Working Paper, Amsterdam University, March.

Schmidt, Klaus M. (2003): *Convertible Securities and Venture Capital Finance*, in: *The Journal of Finance* 58, s. 1139-1166.

Schwienbacher, Armin (2002): *An Empirical Analysis of Venture Capital Exits in Europe and the United States*, Working Paper, University of Namur, October.

Streuer, Olaf (2003): *Mittelstandsfinanzierung im Fokus: Die stille Beteiligung als „Quasi“-Eigenkapital*, Deutsche Industrie Bank Unternehmerthemen, März.

Stein, Ingrid (2003): *Venture Capital-Finanzierungen: Kapitalstruktur und Exitentscheidung*, Diss. München.

Weitenauer, Wolfgang (2000): *Handbuch Venture Capital – Von der Innovation zum Börsengang*, München.